3
F

VESA PUTTONEN – ELJAS REPO

MITEN SIJOITAN RAHASTOIHIN

WSOYpro
Helsinki

3
F

4., uudistettu painos

© Vesa Puttonen, Eljas Repo ja WSOY 2003

ISBN 978-951-0-33541-3

www.wsoypro.fi

WS Bookwell Oy
Juva 2007

Esipuhe

Kirjoitimme ensimmäisen painoksen kirjasta "Miten sijoitan rahastoihin" syksyllä 2003. Tuolloin suomalaisissa sijoitusrahastoissa oli varoja yli 21 miljardin euron edestä. Keväällä 2006 kirjoitimme toisen painoksen, kun rahastovarallisuus oli kasvanut 50 miljardiin euroon. Nyt kesällä 2007 rahastopääomat ylittivät 70 miljardia euroa. Rahastosijoittamisen suosio on räjähtänyt, eikä suosion loppua ole näköpiirissä.

"Miten sijoitan rahastoihin" on opaskirja ja toivon mukaan palkitseva lukuelämys kaikille niille, joita tieto sijoitusrahastojen maailmasta kiinnostaa. Tahdomme vastata niin aloittelevan kuin kokeneemmankin säästäjän tiedontarpeeseen siitä, mitä sijoitusrahastot ovat, miten rahastoa voi hyödyntää oman varallisuuden kartuttamiseen ja millaisia riskejä rahastosijoittaja kohtaa.

Kirjoitimme tämän neljännen painoksen, koska edelliset painokset on myyty loppuun. Uuden painoksen kirjoittaminen olisi toki muutenkin ollut ajankohtaista, niin paljon suomalaisen rahastosijoittajan vaihtoehdot ovat muuttuneet muutamassa vuodessa.

Kirjan tekemisessä ovat auttaneet Kalle Kauppila Suomen Sijoitustutkimus Oy:stä, Susanna Miekk-oja Sampo Rahastoyhtiöstä ja Veera Murtomäki Helsingin kauppakorkeakoulusta. Haluamme lämpimästi kiittää heitä. Kiitos kuuluu myös koko Arvopaperi-lehden toimitukselle, joka

on lisännyt tekijöiden ymmärrystä sijoitusrahastojen käytännön elämästä. Kustannustoimittaja Terhi Lintunen on suhtautunut meihin edelleen ymmärtäväisesti. Kiitos siitä.

Johdanto

RAHASTOPÄÄOMA YLITTI 70 MILJARDIA EUROA

Suomalaisten sijoitusrahastojen pääomien kasvu jatkui heinäkuussa, jolloin niihin sijoitettiin uutta pääomaa 926,1 miljoonaa euroa. Kuukauden lopussa kotimaisten sijoitusrahastojen yhteenlaskettu pääoma oli 70831,5 miljoonaa euroa.

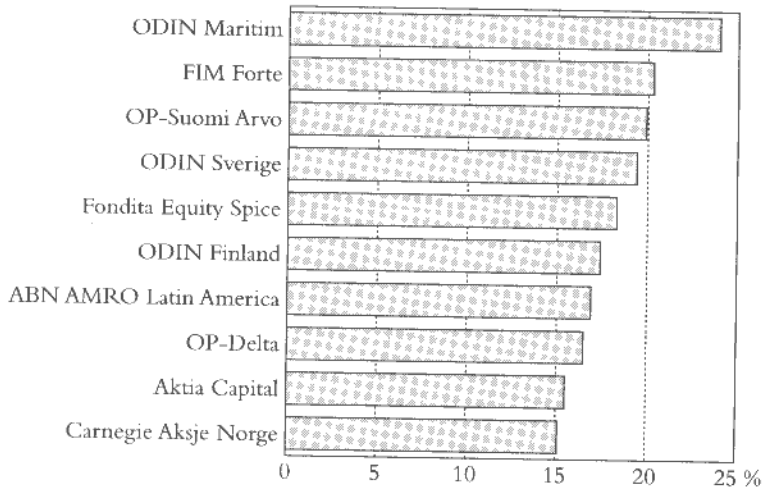
Kotimaisten sijoitusrahastojen pääomat ovat kasvaneet 2000-luvulla merkittävästi, kuten Rahastoraportin kannesta käy ilmi. Kymmenen miljardin raja ylittyi vuonna 2000. Vuonna 2006 saavutettiin 50 ja 60 miljardin rajapyykit. Viime heinäkuussa ohitettiin 70 miljardin euron raja. Heinäkuun lopussa pääomista 51,1 % oli sijoitettu korkorahastoihin, 33,3 % osakerahastoihin ja 12,0 % yhdistelmärahastoihin.

Suomen Sijoitusrahastoyhdistys ja Sijoitustutkimus Oy 9.8.2007

Suomeen syntyi sijoitusrahastot mahdollistava laki vuonna 1987. Ala pääsi käyntiin oikeastaan vasta laman jälkeen 1990-luvun puolivälissä, ja tällä vuosituhannella suosio suorastaan räjähti. Rahastoista on tullut niin suursijoittajien väline kuin tavallisenkin kansan kuukausisäästämisen kohde. Näin on käynyt koko läntisessä maailmassa. Rahastojen lukumäärä ylittää jo selvästi pörssiyhtiöiden määrän. Euroopassa on sijoittajien valittavana 30 000 eri sijoitusrahastoa, joihin on sijoitettuna yli 4 000 miljoonaa miljardia (kyllä: 4 biljoonaa) euroa pääomia. Yhdysvalloissa rahastopääomat ovat yli 6 biljoonaa euroa. Rahastomarkkinat ovat siis merkittävät.

Sijoitusrahastot ovat tehokas säästämis- tai sijoitusmuoto. Se on nähty myös naapurimaassamme. Ruotsissa alkoi vuonna 2000 eläkesäästämismalli, joka toi 5,2 miljoonan palkansaajan eläkesäästöt vakuutusten kautta sijoitusrahastojen maailmaan. Ruotsalaispalkansaaja saa itse valita, mihin rahastoon osa hänen tulevasta eläkepussistaan menee. Ruotsissa sijoitusrahastot ovat pitkään olleet koko kansan säästämismuoto. Ruotsalaisista aikuisista 94 prosenttia säästää sijoitusrahastoihin. Luku on 72 prosenttia, jos edellä mainittua eläkesäästämismallia ei oteta huomioon. Kuten Ruotsin Sijoitusrahastoyhdistys vuosikertomuksessaan toteaa: "Sijoitusrahastoista on tullut osa hyvinvointijärjestelmää, joka lisää ihmisten taloudellista turvaa ja mahdollistaa lukuisten erilaisten unelmien toteuttamisen."

Seuraavassa kuvassa on esitetty kymmenen vuoden tuottohistorian perusteella kymmenen parhaiten tuottanutta sijoitusrahastoa. 24 prosentin vuosituotolla 10 000 euron sijoitus on kymmenessä vuodessa kasvanut 86 000 euroon. Tuolla arvonnousulla pystyy toteuttamaan monta unelmaa.



Kuvio 1. Kymmenen parhaiten tuottanutta sijoitusrahastoa keskimääräisen vuosituoton mukaan 31.7.2007 (lähde: Rahastoraportti).

Rahastoyhtiöt eivät ole hyväntekijöitä vaan rahantekijöitä sekä itselleen että asiakkailleen. Rahaston pyörittäminen on varsin kannattavaa puuhaa, etenkin jos rahastot pystyvät kasvattamaan pääomiaan. Se onkin yleensä rahastoyhtiöiden suurin tavoite.

Rahastot osaavat periä sijoittajalta erilaisia kuluja, joita ovat sisäänpääsymaksu sekä hallinnointi- ja säilytyspalkkiot – vieläpä luopumisestakin voi joutua maksamaan lunastuspalkkiota. Kaikkia kuluja ei edes näe. Tarkka sijoittaja osaa vertailla rahastojen peruskuluja, kun tuntee rahastojen palkkiorakenteen, mikä ei ole kovin monimutkainen tavallisissa rahastoissa. Erikoissijoitusrahastoissa, kuten hedge fundeissa, palkkioihin saattaa lisäksi sisältyä tuottosidonnaisia osuuksia, joihin on annettu erillinen laskukaava. Niiden aukilaskeminen voi viedä aikaa.

Rahastosijoittajien onneksi palkkioiden perimistapa on lailla tarkkaan säädetty. Vielä suuremmaksi onneksi alalla on erittäin kova kilpailu. Tämä takaa sen, että markkinat pysyvät vireinä ja salkunhoitajat ahneina tuloksentekijöinä.

On selvää, että turhia palkkiota ei kannata maksaa. Palkkioissa säästää, jos valitsee indeksirahaston, mutta indeksiä seuraava ei koskaan voita indeksiä. Akateemisesti valideja tutkimuksia on lukuisia indeksisijoittamisen puolesta ja sitä vastaan. Mikäli haluaa aktiivisella salkunhoidolla mahdollisuuden voittaa vertailuindeksin, voi olla järkevää maksaa salkunhoitajalle kunnon palkka. Hyvälle salkunhoitajalle kannattaa maksaa, huonolta pitäisi pyytää korvaus siitä, että sijoittaja suostuu antamaan rahaa hoitoon.

Rahoitusteoreetikot ovat kehitelleet erilaisia mittareita, joissa rahastojen tuottoja ja riskejä tarkastellaan. Rahaston tuoton korjaaminen otetulla riskillä on tärkeää, kun arvioidaan, onko salkunhoitaja onnistunut työssään. Tulevaisuuden ennustaminen on toinen juttu. Historia on historiaa, siitä ei pääse mihinkään, vaikka käyttäisi kuinka monimutkaista kaavaa.

Rahastosijoittajan kannattaa miettiä yksinkertaisempia asioita ennen kuin alkaa käyttää monimutkaisia kaavoja. Onko kysymys kertasijoituksesta vai jatkuvasta säästämisestä? Onko kysymys itselle isosta vai pienestä

summasta? Miten innokas on ottamaan riskiä? Onko sijoittamassa kotimaan vai jonkin eksoottisen maan rahastoon? Kaikkien näiden vastausten jälkeen tulee tilanteeseen, jossa voi valita itselleen sopivan rahastoyhdistelmän. Tämän jälkeen rahastojen tunnuslukujen tuntemisesta voi olla hyötyä. Rahastoihin voi sijoittaa, vaikkei ymmärtäisikään Sharpen indeksiä.

Kun tietää, mitä on tekemässä, tuntuu riskinotto turvallisemmalta ja suuremmalla riskillä on toiveita paremmasta tuotosta.

Antoisia lukuhetkiä.

Helsingissä 1.11.2007

Vesa Puttonen *Eljas Repo*

Sisällys

Esipuhe 5

Johdanto 7

1 Sijoitusrahastot ja muut sijoittajan valittavissa olevat vaihtoehdot 15

1.1 Mihin uskallan sijoittaa? 15
1.2 Sijoittajan neljä tärkeintä kysymystä 18
1.2.1 Miten suurta summaa olen sijoittamassa? 19
1.2.2 Miten pitkäksi aikaa olen sijoittamassa? 21
1.2.3 Riskinkantokyky ja jano tuotolle 23
1.2.4 Onko minulla aikaa ja osaamista seurata markkinoita? 25
1.3 Sijoitusrahastot 29
1.3.1 Mikä on sijoitusrahasto? 30
1.3.2 Rahastosijoittamisen edut 35
1.4 Rahastosijoittajan neljä yleisintä virhettä 37

2 Sijoitusrahastojen kehitys Suomessa ja maailmalla 40

3 Mikä on sijoitusrahasto? 54

3.1 Sijoitusrahastojen toimintaperiaatteet 54
3.2 Rahastojen kulut 56
3.3 Rahastotoiminnan vakavaraisuus 61
3.4 Sijoitusrahastotyypit 64
3.4.1 Korkorahastot 65
3.4.2 Osakerahastot 67
3.4.3 Yhdistelmärahastot 70
3.4.4 Erikoissijoitusrahastot 71

3.5 Miten rahastosijoittaminen aloitetaan? ... 73
3.6 Sijoitusrahastojen verotus ... 75
3.7 Yksilöllinen omaisuudenhoito ... 75

4 Sijoitusrahaston kehityksen mittaaminen ... 78

4.1 Miksi rahastojen kehitystä mitataan? ... 78
4.2 Sijoittamisen problematiikkaa ... 79
4.3 Tuoton mittaaminen ... 81
4.4 Riskin mittaaminen ... 84
4.4.1 Miksi riskiä mitataan? ... 84
4.4.2 Miten riskiä mitataan volatiliteetilla? ... 85
4.4.3 Korkorahaston riskin mittaaminen ... 88
4.4.4 Inhimillinen suhtautuminen riskiin ... 93
4.4.5 Riskin pienentäminen hajauttamalla ... 95
4.4.6 Tracking errorin mittaaminen ... 101
4.5 Riskikorjatun tuoton mittaaminen: Sharpen luku ... 104
4.6 Voittaako rahasto markkinat? ... 106
4.6.1 Tutkimusten kertomaa ... 106
4.6.2 Kauanko on tarpeeksi kauan? ... 111
4.6.3 Oma menestys ei välttämättä ole sen parempi ... 112
4.6.4 Pystyykö markkinoita ennustamaan? ... 114
4.6.5 Absoluuttinen totuus indeksisijoittamisesta ... 117
4.7 Millä perusteella sijoittajat valitsevat rahaston? ... 119
4.7.1 Rahaston valintaan vaikuttavat tekijät ... 119
4.7.2 Millä perusteella rahasto sitten pitäisi valita? ... 127

5 Mistä tietoa rahastoista ... 136

5.1 Rahastoja on enemmän kuin pörssiyhtiöitä ... 136
5.2 Rahastojen mittaajia ... 138
5.2.1 Rahastoraportti ... 138
5.2.2 Morningstar ... 139
5.2.3 Eufex ja muut ... 150
5.2.4 Miten hyödyntää mittareita? ... 150
5.3 Rahastojen omat raportit ... 151
5.4 Rahastot ja media ... 157
5.5 Ajan merkit näkyvät uusissa rahastotuotteissa ... 158

5.6 Tarjolla myös erikoisempia rahastoja ... 160
5.7 Rahastosijoittaminen Internetissä ... 161

6 Rahastosijoittajan vaihtoehdot ... 163

6.1 Rahastoa vakuutuksen kautta? ... 163
6.2 Exchange Traded Fund (ETF) eli indeksiosuus ... 165
6.3 Open End -sertifikaatti ... 169
6.4 Indeksilaina eli optio + joukkovelkakirjalaina ... 170

7 Sijoittaminen kehittyville markkinoille ... 174

8 Hedgerahastot vai absoluuttinen tuotto tavoitteena ... 181

Kirjallisuutta ... 189

Rahastosanasto ... 194

Hakemisto ... 202

1

Sijoitusrahastot ja muut sijoittajan valittavissa olevat vaihtoehdot

1.1 Mihin uskallan sijoittaa?

Pitäisikö Nokiaa nyt ostaa? Vai myydä? Siinä kaksi kysymystä, jotka olivat esillä Helsingin sijoitusmessuilla syksyllä 2007. Ja syksyllä 2006. Ja sitä edellisinä vuosina.

Jos tietää Nokian osakkeen nousevan tulevaisuudessa, osaketta kannattaa ostaa. Tai vielä tarkemmin sanottuna, jos tietää osakkeen nousevan lähitulevaisuudessa, sitä kannattaa ostaa. Osaketta ei kannata ostaa vielä, jos tietää sen kurssin lähtevän nousuun vasta ensi vuonna. Laskuun lähtevien yritysten osakkeet kannattaa myydä ja rahat kannattaa laittaa korkomarkkinoille. Osta nousevia ja vältä laskevia osakkeita. Siinä sijoitustoiminnan ydin kaikessa yksinkertaisuudessaan.

Moni sijoittaja ei tiedä, ovatko osakemarkkinat huomenna menossa ylös vai alas. Oikeastaan kukaan ei varmasti tiedä, mihin markkinat ovat menossa. Tämä johtuu markkinoiden toiminnan luonteesta: jos markkinat toimivat riittävän tehokkaasti, tuotto ja riski kulkevat käsi kädessä. Sellaisiin sijoituskohteisiin, joihin ei liity riskiä ja joiden huomisen arvon pystyy tietämään, ei liity suurta tuottoa. Vastaavasti epävarmoihin sijoituskohteisiin liittyy riskiä ja sen vuoksi parempi tuotto-odotus. Nokian osakkeen kurssin ennustaminen on vaikeaa, minkä vuoksi osakkeen hinta on asettunut sellaiselle tasolle, joka ostajien mielestä tarjoaa riittä-

vän hyvän odotusarvon suhteessa epävarmuuteen. Tämän vuoksi kukaan, edes rahoituksen professori, ei voi varmasti tietää, nouseeko Nokian kurssi huomenna vai ei.

Sijoittaja toimii valtavan informaatiotulvan keskellä, sillä rahoitusmarkkinoilla informaatio on keskeinen kauppatavara. Tärkein sijoittajan taito on relevantin informaation erottaminen vähemmän tärkeästä. Yhdysvaltain ostopäällikköindeksi, EKP:n korkopäätös, Ruotsin euro-äänestys, Suomen BKT:n kehitys, Nokian osavuosikatsaus... Makro- ja mikrotason tietoa on niin paljon, että kukaan ei pysty seuraamaan läheskään kaikkea informaatiota. Sijoittajaa auttaa vaikeissa päätöksissä lukuisa määrä asiantuntijoita: pankin sijoitusneuvoja, vapaaehtoisen eläkevakuutuksen myyjä, teknisen analyysiohjelman myyjä, pörssikolumnisti, osakesäästäjien puheenjohtaja... Sijoittajan parasta ajattelevia riittää.

Pitäisikö luottaa pankin sijoitusneuvojaan, joka suosittelee vain oman pankkinsa tuotteita? Miten on mahdollista, että juuri tämän pankin rahastot ovat parhaita kaikista sadoista markkinoilla toimivista rahastoista? Miksi tämä riippumattomana esiintyvä sijoitusneuvoja ei suostu myymään minulle sen pankin vakuutusta, jossa muutenkin olen asiakkaana? Puhuuko rahastoyhdistyksen toiminnanjohtaja rahastoista lämpimästi pelkästään virkansa puolesta? Miten suhtautua neuvonantajaan, joka suosittelee osaketta, mutta ei ole itse uskaltanut sijoittaa siihen? Entä jos hän onkin sijoittanut osakkeeseen, pyrkiikö hän nyt saamaan muut ostamaan samaa osaketta, jotta hän itse pystyy myymään osakkeensa hyvällä voitolla? Miksi teknisen analyysin ohjelmiston myyjä on valmis luopumaan tuotteestaan pienellä rahasummalla, jos kyseessä kerran on varma rahakone?

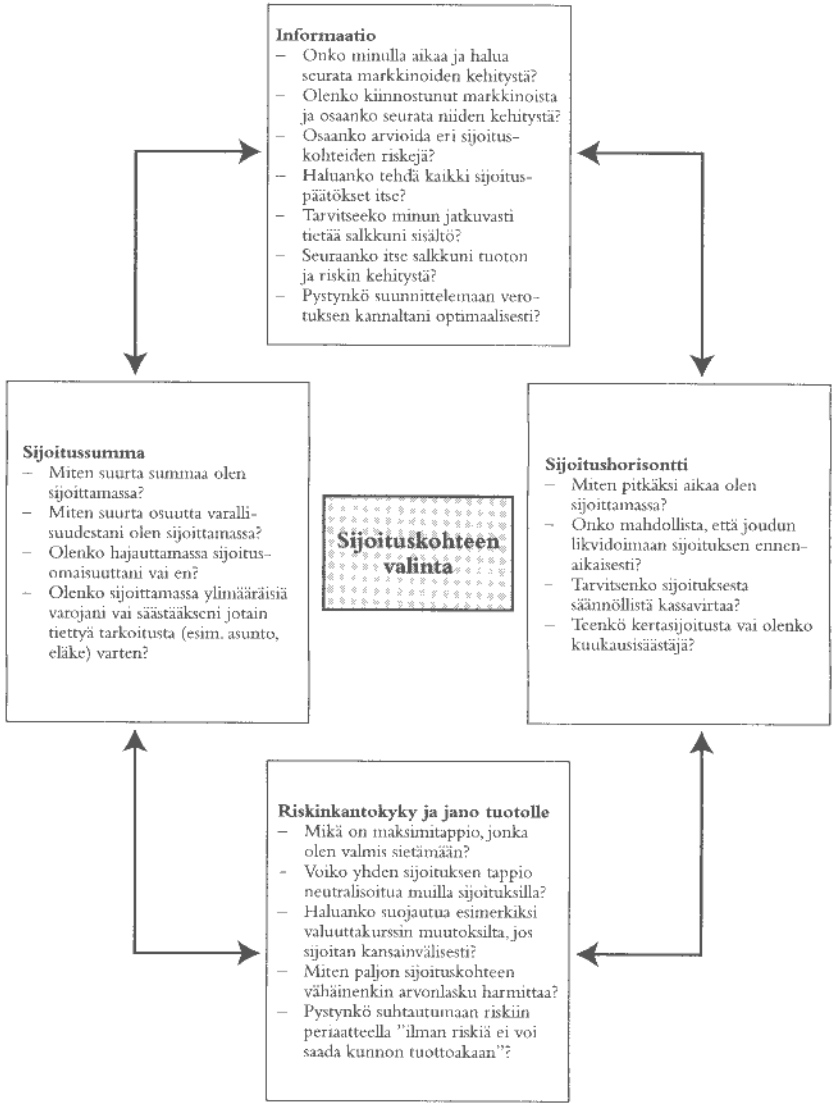
Joskus saattaa tuntua siltä, että varojen sijoittaminen on mahdoton tehtävä, jota ei itse osaa tehdä, mutta jota ei uskalla myöskään antaa muiden tehtäväksi. Näin ei käytännössä onneksi ole. Pitkälle riittää, kun ymmärtää oman sijoitustoimintansa tavoitteet ja osaa vertailla markkinoilla olevia perusvaihtoehtoja. Tutkimustenkin mukaan sijoitussalkun menestymisen ratkaisee 90-prosenttisesti se, miten varat on allokoitu eli jaettu eri sijoitusluokkiin (osakkeet, korkoinstrumentit, kiinteistöt yms.). Sillä, minkä pankin osakerahastoa ostaa, ei juuri ole vaikutusta salkun koko-

naistuottoon. Kokonaisuuden kannalta merkitystä ei ole silläkään, sijoittaako rahastoon tänä vuonna vai ensi vuonna. Pikemminkin päinvastoin: sijoitustoiminnan ajoituksella ei pitkässä juoksussa näytä olevan paljoakaan vaikutusta salkun tuottoon. Yhtenä vuonna onnistunut ajoitus todennäköisesti epäonnistuu seuraavana vuonna.

Edellä sanottu ei tietenkään tarkoita sitä, ettei sijoitustoiminnan kustannuksiin kannattaisi kiinnittää huomiota. Samoin sijoitussalkun sisältöön kannattaa kiinnittää huomiota, jotta salkun rakenne ei vuosien varrella muutu huomaamatta toisten sijoituskohteiden arvojen noustessa ja toisten laskiessa. On myös muistettava, että keskimääräinen sijoittaja pärjää keskimääräisesti, mutta sijoitustoiminnan suola on tämän keskimääräisen sijoittajan voittaminen. Sijoitusvaihtoehtoja markkinoilla riittää.

Nykyään voidaan sanoa, että suomalaisella sijoittajalla on käytössään kaikki vaihtoehdot sukanvarsitalletuksesta globaaliin hedge fundiin. Sijoittajan kannalta valinnanvaihtoehtojen monipuolisuus tarkoittaa entistä suurempaa asiantuntemusta, jotta eri vaihtoehtojen hyvien ja huonojen puolien vertailu on mahdollista. Samalla sijoitustoiminnan peruskysymykset eivät ole muuttuneet mihinkään. Ennen erilaisten vaihtoehtojen vertailua sijoittajan kannattaa miettiä vastaukset seuraavaksi esitettyihin neljään peruskysymykseen. Kysymysten läpikäynti jättää jäljelle paljon alkuperäistä pienemmän määrän sopivia sijoitusvaihtoehtoja.

1.2 Sijoittajan neljä tärkeintä kysymystä



1.2.1 Miten suurta summaa olen sijoittamassa?

Miten suurta osuutta koko varallisuudestani olen sijoittamassa? Olenko sijoittamassa ylimääräisiä varojani vai säästääkseni jotain tiettyä tarkoitusta varten (esimerkiksi eläke)? Olenko hajauttamassa sijoitusomaisuuttani vai en?

Sijoitettavan summan suuruus ratkaisee monta peruskysymystä. Jos kyseessä on muutama tuhat euroa, on sijoituksen hajauttaminen liian kallista suhteessa saavutettaviin hyötyihin. Vastaavasti pienikin summa voi hajauttamismielessä olla järkevä sijoittaa suoraan markkinoille, jos kyseessä on aikaisemmin hankitun salkun lisähajautus. Osakemarkkinoilla suorina kustannuksina vastaan tulevat kauppakohtaiset pörssierät ja välityspalkkiot sekä arvopaperikohtaiset arvo-osuustilimaksut. Korkomarkkinoilla rahan tukkumarkkinoille pääsemiseksi tarvitaan satojen tuhannien eurojen sijoitussumma, jolla silläkin pystyy ostamaan tai myymään vain yhtä sijoitustodistusta tai obligaatiota. Sellaisen hajautetun korkosalkun rakentaminen, jolla on mahdollista tavoitella markkinoilla noteerattavia euribor- tai obligaatiotuottoja, edellyttää miljoonien eurojen salkkua. Pienemmillä summilla sijoittajan kannattaa tyytyä pankkitiliin tai mennä markkinoille korkorahaston kautta.

Sijoitettavan summan suuruus vaikuttaa myös siihen, millaista palvelua sijoittaja saa pankissa, vakuutusyhtiössä tai pankkiiriliikkeessä. Useita miljoonia sijoittava ohjataan yksilöllisen omaisuudenhoidon (private banking) puolelle, kun piensijoittaja tai tallettaja ohjataan massatuotteisiin. Tämä ei tietenkään takaa sitä, että suursijoittajan salkun tuotto olisi parempi kuin piensijoittajan vastaava, mutta sijoittajan salkun rakenne ja muut palvelut ovat yksilöllisemmin sovittavissa.

Paitsi sijoitettavan summan absoluuttinen määrä, käytettävissä oleviin vaihtoehtoihin vaikuttaa myös se, miten suurta osaa varallisuudesta ollaan sijoittamassa. Jos kyseessä on merkittävä osa varallisuudesta, kannattaa riskin hajauttamiseen suhtautua tavallista vakavammin. Yhdelle sijoittajalle muutaman tuhannen euron sijoitus muodostaa koko nettovarallisuuden. Toiselle sijoittajalle kysymys on pienestä osuudesta ylimääräistä varallisuutta, jolle ei ole edes mietitty käyttötarkoitusta. Yksi si-

joittajan perussynneistä on se, että sijoitussalkun kokonaisrakennetta ei muisteta hahmottaa.

Tilastokeskuksen varallisuustutkimuksen perusteella tiedämme, että lähes kaksi kolmasosaa suomalaisten varallisuudesta on vakituisen oman asunnon arvoa. Suhteessa kuusi vuotta aikaisemmin tehtyyn selvitykseen oman asunnon arvonnousu kasvatti eniten varallisuutta: noin neljännes varallisuuden kasvusta johtui oman asunnon arvonnoususta (taulukko). Arvopaperit, vapaa-ajanasunnot ja sijoitusasunnot olivat kuitenkin sijoituskohteita, joiden arvo kasvoi suhteellisesti eniten. Noin viitisen prosenttiyksikköä kasvusta johtui vapaa-ajanasunnon ja saman verran sijoitusasunnon arvon kasvusta. Lähes samansuuruinen vaikutus oli myös arvopapereilla.

	1998 €	2004 €	Muutos, %	Vaikutus, %-yksikköä
Varallisuus yhteensä	100 060	147 450	47	
Asuntojen arvo	67 010	97 330	45	
– oman asunnon arvo	58 200	83 620	44	25,4
– sijoitusasunnon arvo	8 810	13 700	56	4,9
Vapaa-ajanasuntojen arvo	8 890	13 960	57	5,1
Kulkuvälineiden arvo	7 120	10 590	49	3,5
Rahoitusvarallisuus yhteensä	17 030	25 580	50	
– talletukset	8 630	11 230	30	2,6
– arvopaperit	6 070	10 560	74	4,5
– muut rahoitusvarat	2 340	3 790	62	1,4

Kuvio 2. Kotitalouksien bruttovarallisuuden arvo vuosina 1998 ja 2004, euroa kotitaloutta kohti vuoden 2004 rahassa (lähde: Tilastokeskus).

Moni on huolissaan OMX-indeksin laskiessa joskus muutamankin vuoden ajan. Miten turhasta huolesta onkaan kysymys, kun samaan aikaan kiinteistöjen ja markkinaehtoisten korkosijoitusten arvot ovat todennäköisesti nousseet. Mielenkiintoinen yksityiskohta suomalaisten varallisuustilastoissa on se, että meillä on yhä edelleen enemmän rahaa kiinni kulkuvälineissä (10 590 euroa) kuin arvopapereissa (10 560). Kansankapitalismista huolissaan olevien ei vielä pitkään aikaan tarvitse olla peloissaan.

1.2.2 Miten pitkäksi aikaa olen sijoittamassa?

Onko mahdollista, että tarvitsen rahaa ennen sijoitusajan loppua? Tarvitsenko sijoituksesta säännöllistä kassavirtaa? Teenkö kertasijoitusta vai olenko kuukausisäästäjä?

Sijoitushorisontti on yksinkertaisuudestaan huolimatta paitsi tärkeä myös vaikea päätösmuuttuja. Lyhyen ja pitkän aikavälin sijoituksen ero voi vaihdella vastaajasta riippuen muutamista tunneista (meklari) kymmeniin vuosiin (eläkesäästäjä). Jos sijoittajat vielä olisivatkin yksimielisiä sijoituksen pituuden määritelmistä, on heidän yleensä vaikea etukäteen tietää, miten pitkäksi aikaa sijoitusta ollaan tekemässä. Sijoitushorisontin ratkaisee sijoitustoiminnan tavoite. Eläkesäästäjä pystyy kohtuullisen hyvin määrittelemään sijoitushorisonttinsa, joka 30-vuotiaalle on 20 vuotta pidempi kuin 50-vuotiaalle. Suurempaan asuntoon säästävälle horisontin määritteleminen voikin olla vaikeampaa, kun tarpeen lisäksi hankintaan vaikuttavat asuntojen hintojen muutokset. Sijoitushorisontti on kiinteästi sidoksissa riskinkantokykyyn, josta puhutaan seuraavaksi.

Tärkeää on pohtia mm. sitä, onko missään olosuhteissa mahdollista, että sijoitus joudutaan likvidoimaan eli muuttamaan rahaksi ennenaikaisesti. Pankkien määräaikaistalletukset edellyttävät yleensä rahan sitomista vuosiksi. Useat vakuutussäästösopimukset edellyttävät rahan sitomista sijoituskohteeseen jopa kymmeniksi vuosiksi. Tärkeää on pohtia, tarvitseeko sijoituksesta säännöllistä kassavirtaa vai riittääkö pääoman arvonnousu.

Yhdysvaltojen Sijoitusrahastoyhdistyksen tutkimuksen mukaan 92 prosenttia amerikkalaisista rahastosijoittajista säästää omaa eläkettä varten. McKinseyn tuoreen selvityksen mukaan kiinalaisten tärkein syy säästämiselle on varautuminen perheenjäsenen sairauteen. Toiseksi yleisin peruste säästämiselle on oma eläke, jota varten säästää 43 prosenttia vastaajista. Suomessa Taloustutkimuksen tekemän selvityksen mukaan ylivoimaisesti yleisin peruste säästämiselle on laittaa sukanvarteen "pahan päivän varalle" (44 prosenttia vastaajista). Eläkepäiviä varten säästää vain 12 prosenttia. Tuoreesta Sammon teettämästä tutkimuksesta selviää, että lähes 40 prosenttia 55–64-vuotiaista suomalaisista ei ole lainkaan säästänyt eläkepäiviä varten.

Me emme osaa tai halua säästää pitkäjänteisesti eläkeikää varten, koska sille ei tunnu olevan tarvetta. Tämä luulo voi kuitenkin tulla kalliiksi. Kun siirrymme työelämästä pois, tulotasomme putoaa keskimäärin puoleen loppupalkastamme, mikäli meillä ei ole säästöjen tai perintöjen kerryttämää tulovirtaa. Lisäksi ikääntyneen "kuluttajahintaindeksi" nousee voimakkaammin kuin nuoremman, sillä ikääntyneen kulutuskorissa sellaisten tavaroiden osuus, joiden hintakehitys hyötyy globalisaation mukanaan tuomasta suhteellisesta hintojen laskusta, on pienempi. Sen sijaan terveydenhoitomenojen, vapaa-ajan ja kulttuurin osuus on suurempi. Tilastokeskuksen mukaan yli 75-vuotiaiden menoista 12,9 prosenttia on terveyteen liittyviä, kun vastaava osuus 45–54-vuotiailla on 3,7 prosenttia. Terveydenhoito- ja sairaudenhoitomenot kasvoivat 15,2 prosenttia vuosina 2000–2005, reseptilääkkeiden hinnat 26,5 prosenttia ja kulttuuri- ja vapaa-ajan palveluiden hinnat 18,8 prosenttia. Kuluttajahintaindeksi nousi vastaavana ajanjaksona 6,2 prosenttia.

Ikääntyneen kustannustaso nousee siis nopeammin kuin työeläke, jonka vuotuinen nousuvauhti on sidottu perinteiseen "nuoremman" kuluttajahintaindeksiin. Lisäksi eläkkeellä meillä on aikaa kuluttaa aikaisempaa enemmän. Nykypäivän aktiiviset eläkeläiset haluavat ja pystyvät toteuttamaan haaveitansa, me harrastamme ja matkustamme. Teemme kaikkea sitä, mitä emme töissä ollessamme ehtineet tehdä. Jotta saavutamme riittävän tulovirran, tulee varoja suunnata ajoissa enemmän osakkeisiin. Meidän suomalaisten suurin riski on, että emme osaa ottaa riskiä. Varallisuutemme on pääsääntöisesti tilimuotoisina sijoituksina ja omistusasunnoissa. Pahan päivän varalle sijoitukset ovat "turvassa" eli tilimuotoisina säästöinä. Muut pitkäjänteiset sijoitusmuodot, kuten suorat osakkeet tai osakesidonnaiset rahastot, edustavat vain pientä osaa suomalaisten säästöistä.

Pitkällä juoksulla tuotolla on merkitystä. Seuraavassa taulukossa on esitetty 50 000 euron reaalinen arvo tulevaisuudessa eri tuotto-odotuksilla. Parhaan ja huonoimman vaihtoehdon välillä on 100 000 euron ero, kaksi kertaa sijoitettu pääoma. Tuotolla on merkitystä.

Säästösumma tänään 50 000 euroa, inflaatio 2 % p.a.

Vuosituotto	**0,1 %**	**2 %**	**6 %**
Säästösumma reaalisena:			
vuoden kuluttua	49 050 €	50 000 €	51 961 €
5 vuoden kuluttua	45 427 €	50 000 €	60 603 €
10 vuoden kuluttua	41 272 €	50 000 €	73 456 €
25 vuoden kuluttua	**30 952 €**	50 000 €	**130 802 €**

Kuvio 3. 50 000 euron arvo tulevaisuudessa eri tuotto-odotuksilla.

1.2.3 Riskinkantokyky ja jano tuotolle

Millainen on riskinkantokykyni? Miten paljon sijoitussalkun arvon laskeminen harmittaa – menevätkö yöunet kahden prosentin kurssilaskusta? Mikä on maksimitappio, jonka olen valmis sietämään? Pystynkö suhtautumaan riskiin periaatteella "ilman riskiä ei voi saada tuottoakaan"?

Riskinkantokyky on toisaalta yksi sijoitusmarkkinoiden tärkeimmistä, mutta samalla vaikeimmista asioista. Rahoitusslangissa puhutaan volatiliteetista, varianssista, betasta ja muista termeistä, joiden sanotaan kuvaavan sijoituskohteen riskiä. Asian salamyhkäisyyttä lisää se, että riskitunnuslukuja kuvaamaan käytetään erilaisia kreikkalaisia aakkosia (mm. σ, σ^2, α ja β – eikö näytäkin vakuuttavalta?).

Rahoitusteoria olettaa meidän kaikkien olevan ns. riskinkarttajia. Mitä sillä tarkoitetaan? Kuvittele, että sinulle annetaan mahdollisuus tehdä seuraavan valinta: 250 euroa varmasti tai vaihtoehtoisesti kolikkopeli, jossa on 50 prosentin todennäköisyys voittaa 500 euroa ja 50 prosentin todennäköisyys voittaa 0 euroa. Todennäköisyys saada kruuna on sama 50 prosenttia kuin todennäköisyys saada klaava. Pelin matemaattinen todennäköisyys on sama (500 eur kertaa 50 % + 0 eur kertaa 50 %) kuin varma 250 euroa (250 eur kertaa 100 %), mutta kolikonheittopeli sisältää tietyn riskin, toisin sanoen lopputulemaan sisältyy epävarmuutta. Riskiä karttavat henkilöt valitsevat mieluummin varman 250 euroa ja ovat aivan rationaalisia käyttäytymisessään. Kolikonheittoon kannattaa lähteä vasta, kun otettua riskiä vastaan on mahdollisuus saada joku posi-

tiivinen tuotto-odotus. Riskinrakastaja lähtee peliin, vaikka kolikonheitolla olisi odotettavissa tappio. Tällainen sijoittaja on rahamarkkinoilla hölmö, ja hän tapaa ystäviään kasinolla.

Kysymys rationaaliselle sijoittajalle kuuluukin: kuinka suuri uhkapelin matemaattisen odotusarvon tulisi olla, jotta pelaisit kolikkopeliä? Kenties 50 prosentin todennäköisyys 600 eurosta ja 50 prosentin todennäköisyys nollasta eurosta? Silloin pelin matemaattinen odotusarvo olisi 300 euroa. Tällöin riskillinen 300 euroa olisi sinulle yhtä arvokas kuin riskitön 250 euroa. Tai ehkä 260 euron (50 %:n todennäköisyys voittaa 520 euroa) odotusarvo riittäisi sinulle, tai kenties olet riskiä suosiva, ja 200 euron (50 %:n todennäköisyys voittaa 400 euroa) matemaattinen odotusarvo riittäisi sinulle?

Monesti sijoitusta tehtäessä on helppo hyväksyä abstrakti riski, koska se liittyy hamaan tulevaisuuteen. Ja liittyyhän suurempaan riskiin suurempi tuotto-odotus! Käytännössä sijoittajan riskinkantokyky testataan vasta siinä vaiheessa, kun sijoituskohteen arvo lähtee voimakkaaseen laskuun. Buranan menekkiä voi vähentää miettimällä etukäteen, mikä on suurin mahdollinen tappio, jonka on valmis sietämään. Tätä summaa enempää ei kannata altistaa markkinaheilahteluille. Toisaalta on hyvä tiedostaa, että yhden sijoituskohteen tappio voi neutralisoitua toisen sijoituskohteen arvonnousulla, jos kyseessä on hyvin hajautettu salkku.

Yksi monista sijoitusmaailman sloganeista on "cut your losses and let your profits run – katkaise tappiot ajoissa ja anna voittojen juosta". Kuulostaa helpolta, mutta käytännössä helpommin sanottu kuin tehty. Tappioiden oikea-aikainen katkaiseminen on yksi vaikeimmista asioista sijoitusmarkkinoilla, eikä siihen kukaan pysty. Toisaalta vain ani harva pystyy olemaan realisoimatta hyvää kurssinousua liian aikaisin. Sijoituspäätöksiä ei valitettavasti pysty tekemään jälkikäteen, jolloin olisi aina helppo nähdä, milloin kannatti myydä, milloin puolestaan ostaa. Tämän vuoksi riskienhallintakeinona suositeltavaa on selvittää, a) miten suuren riskin olen valmis ottamaan, ja b) millaisia keinoja hajauttaminen tarjoaa riskin pienentämiseen. Markkinoille on syytä lähteä vasta, kun on löytänyt molempiin kysymyksiin vastauksen.

1.2.4 Onko minulla aikaa ja osaamista seurata markkinoita?

Osaanko verrata eri sijoituskohteiden tuottoja ja riskejä? Ehdinkö seurata markkinoiden kehitystä? Olenko kiinnostunut markkinoista? Seuraanko itse sijoitussalkkuni tuoton ja riskin kehitystä?

Informaatio on rahoitusmarkkinoiden polttoaine. Hyvät sijoittajat erottuvat huonoista sillä, miten hyvin he pystyvät hankkimaan ja käsittelemään informaatiota. Jatkuvasti monimutkaistuvassa maailmassa voidaan puhua informaatiotulvasta, jossa analyytikot erikoistuvat yhä kapeammille alueille. Teknologia-analyytikot jakavat työtehtävät keskenään sen perusteella, toimiiko analysoitava kohde valmistusliiketoiminnassa vai teknologiaan liittyvissä palveluissa. Lääketeollisuusanalyytikot jakautuvat kahteen sen mukaan, onko analysoitava kohde perinteistä lääketeollisuutta vai bioteknologiaa. Korkoanalyytikot keskittyvät joko vähäriskisiin ns. investment grade -yrityksiin tai korkeariskisiin high yield -yrityksiin, yksi analyytikko euroalueella, kollega koko Euroopassa. Tällaisessa maailmassa sijoittajan kannattaa kysyä itseltään, mitkä mahdollisuudet hänellä on seurata markkinoita. Vähemmän portfolioteoriaa tuntevan henkilön voi olla järkevää antaa ainakin osa sijoituksista ulkopuolisen ammattilaisen hallinnoitavaksi. Vai paikkaatko omat hampaasi? Entä korjaatko itse autosi?

Moni sijoittaja haluaa hoidattaa hampaansa ja autonsa ulkopuolisella. Samoin moni sijoittaja haluaa käyttää aikansa ja energiansa johonkin muuhun kuin talouselämän uutisten seuraamiseen. Tällaisille sijoittajille sopii varojen antaminen ammattilaiselle hoidettavaksi. Kaikkein kokonaisvaltaisin varallisuuden hoidon muoto on yksilöllinen omaisuudenhoito, jossa sijoittaja antaa varallisuutensa valtakirjalla omaisuudenhoitajan hoidettavaksi. Ns. täysvaltakirjasopimuksessa voidaan sopia, että pankkiiri tekee sijoittajan puolesta kaikki päätökset yksittäisistä osto- ja myyntitoimeksiannoista veroilmoituksen jättämiseen. Ns. konsultoivassa omaisuudenhoitosopimuksessa sijoittaja jättää itselleen lopullisen päätösvallan siitä, miten markkinoilla toimitaan.

Moni sijoittaja harjaa hampaitaan ja pesee autonsa itse. Rahoitusmarkkinoilla tällaiset sijoittajat tekevät osan sijoituspäätöksistä itse ja antavat

osan ulkopuolisen hoidettavaksi. Institutionaalisilla yhteisöillä voi olla erikseen palkattu henkilökunta sijoitustoimintaa hoitamassa, mutta nämäkin sijoittajat käyttävät yleensä sijoitusrahastoja ja kirjanpitotoimistoja osana sijoitustoimintaa. Sijoitustoiminnan osittainen ulkoistaminen on monesti perusteltua nykyaikaisilla rahoitusmarkkinoilla, joilla vaaditaan yhä enemmän erityisosaamista.

Kaikkien sijoittajien perusvaihtoehdot ovat osakkeet, korkosijotukset (obligaatiot, rahamarkkinasijoitukset, pankkitalletukset, käteinen raha), metsä ja kiinteistöt (toimisto- ja asuinkiinteistöt) sekä erilaiset johdannaisinstrumentit. Luonnollisesti sijoittaja voi käsittää sijoituskohteiksi myös kullan, taiteen, itämaiset matot ja vaikkapa vanhat autot, mutta näihin liittyy niin paljon harrastuksenomaisuutta, että niitä ei tässä käsitellä sijoituskohteina.

Kaikkiin sijoitusvaihtoehtoihin liittyy hyviä ja huonoja puolia. Seuraavassa tiivistelmä keskeisistä eduista ja haitoista. Tässä kohdassa on huomattava, että sijoitusrahastoa ei erikseen ole listalla, koska rahasto on vain väline sijoittaa osakkeisiin, korkoihin tai kiinteistöihin,

Osakesijoitukset

Hyvät puolet

- Tyypillisesti korkeampi tuotto-odotus kuin muissa sijoituskohteissa.
- Pörssissä osakkeet voi myydä tai niitä voi ostaa joustavasti lisää.
- Hajauttamalla erityyppisiin osakkeisiin pystytään suojautumaan yksittäisiin yhtiöihin kohdistuvalta riskiltä.
- Sijoitusrahastojen kautta pienilläkin sijoituksilla on mahdollisuus päästä helposti mukaan hajautettuun osakesalkkuun.

Huonot puolet

- Riski kurssien laskusta.
- Suorissa osakesijoituksissa on toivottavaa, että sijoitettavat summat ovat useampia kymmeniä tuhansia euroja, koska hajauttaminen edellyttää vähintään 20–25 erilaisen yrityksen osakkeiden omistamista. Pörssierät ja säilytyspalkkiot voivat pienillä summilla muodostua merkittäväksi kustannukseksi.

Korkosijoitukset

Hyvät puolet

- Alhainen riski erityisesti lyhyissä koroissa (rahamarkkinasijoitukset).
- Sijoituksen arvo nousee, jos korot laskevat (obligaation arvo nousee, kun korot laskevat).
- Korkorahaston kautta on mahdollista tehdä sijoitus korkomarkkinoille siten, että sijoitus on likvidoitavissa eli rahaksi muutettavissa milloin tahansa yhden päivän varoitusajalla.

Huonot puolet

- Alhainen tuotto-odotus.
- Sijoituksen arvo laskee, jos korot nousevat (obligaation arvo laskee, kun korot nousevat).
- Jos on tehnyt sijoituksen suoraan obligaatioihin ja tarvitsee rahat ennen erääntymistä, jälkimarkkinat voivat olla epälikvidit eli sijoitusta ei pysty realisoimaan.

Kiinteistösijoitukset

Hyvät puolet

- Kehittyneillä markkinoilla kiinteistöt voivat tarjota hyvän hajauttamissuojan esimerkiksi osakesalkun rinnalla.
- Mahdollisuus saada tasaista kassavirtaa.

Huonot puolet

- Sijoituksen realisointi on yleensä hankalaa ja kestää jopa useita kuukausia.
- Usein työläitä hoitaa.
- Sijoituksen arvon kehittymistä on vaikea seurata.
- Kiinteistöihin liittyy riskejä, joita muihin sijoituskohteisiin ei liity (vuokrariski, kiinteistön sidonnaisuus tiettyyn paikkaan ja käyttötarkoitukseen, suunnitteluriskit, kustannusriskit).
- Kiinteistöjenkin hinnat voivat vaihdella paljon.

Metsäsijoitukset

Hyvät puolet

- Kehittyneillä markkinoilla voi tarjota hyvän hajauttamissuojan esimerkiksi osakesalkun rinnalla.
- Mahdollisuus saada tasaista kassavirtaa vuosittain.

Huonot puolet

- Sijoituksen realisointi on yleensä hankalaa ja kestää jopa useita kuukausia.
- Usein työläitä hoitaa.
- Sijoituksen arvon kehittymistä on vaikea seurata.
- Metsänkin hinnat (kantohinnat) voivat vaihdella paljon.

Suomalaiset ovat olleet aina kiinnostuneita sijoittamisesta sekä kiinteistöihin että metsään. Yksi selitys tälle voi olla Suomen katastrofaalinen inflaatiohistoria, jolloin kiinteistöt toimivat hyvänä suojautumismuotona inflaatiota vastaan. On ilmeistä, että euron myötä Suomessa on astuttu aivan toisenlaiseen inflaatioympäristöön, jossa korkean inflaation ja korkeiden korkojen riski on selvästi aikaisempaa alhaisempi. Näin ollen tarve suojautua kiinteistöjen ja metsän avulla inflaatiota vastaan on aikaisempaa pienempi.

Kiinteistöt ja metsät koetaan yleensä "todellisena" sijoituskohteena, joka on konkreettisesti olemassa ikkunoineen, seinineen ja puineen tästä ikuisuuteen. Tähän liittyy läheisesti ns. henkinen kirjanpito eli ihmisen halu olla näkemättä sijoituskohteen todellisia riskejä. Kiinteistöt ja metsät arvostetaan (henkisessä) kirjanpidossa yleensä vähintään hankinta-arvoonsa, vaikka arvoa ei päivitetäkään markkinoilla kuten monissa muissa sijoituskohteissa. Se, että kiinteistöjen ja metsien hintojen nousuja ja laskuja ei päivitetä ja uutisoida pörssikurssien tapaan, ei tarkoita sitä, etteivätkö kiinteistöjen ja metsienkin hinnat vaihtelisi todellisuudessa paljonkin.

Usein kiinteistö- ja metsäomistusten kohdalla törmää perusteluun jatkuvasta kassavirrasta. Mielenkiintoista on havaita, että esimerkiksi rahoitusteoria ei kiinnitä kassavirtojen ajoitukseen mitään huomiota. Likvideistä sijoitusmuodoista, kuten osakkeista ja korkosijoituksista, sijoittaja

saa kassavirtaa koska tahansa myymällä osan sijoituksestaan. Kassavirtaa saa näin ollen vaikka päivittäin, jos haluaa.

On toki ymmärrettävää, että esimerkiksi säätiöllä voi olla säännöissään maininta, että myyntivoittoja ei saa käyttää apurahojen maksamiseen ja/tai säätiö ei saa käydä aktiivisesti kauppaa arvopapereilla. Tämän vuoksi kiinteistöistä saatava kuukausittainen kassavirta voi tehdä niistä houkuttelevan sijoituskohteen. Sijoituksen tuottoon tai riskiin tällä ei luonnollisesti ole vaikutusta.

Todellinen peruste kiinteistöjen ja metsän valinnalle sijoitusportfolioon on teoriankin mukaan kohteen alhainen korrelaatio muiden sijoituskohteiden kanssa. Alhaisella korrelaatiolla tarkoitetaan sitä, että sijoituskohteen arvo voi hyvinkin laskea toisen sijoituskohteen arvon noustessa ja päinvastoin.

1.3 Sijoitusrahastot

Sijoitusrahastoihin rahaa ennätysvauhdilla

Suomalaisia rahastoyhtiöitä oli vuoden lopussa 27. Näistä neljä tarjoaa sijoitusrahastojen ohella myös omaisuudenhoitopalveluita.

Sijoitusrahastojen yhteenlaskettu pääomakanta kasvoi vuoden aikana peräti 16,6 miljardilla (13,0 miljardia euroa) kasvun ollessa 37,1 % (41,0 %). Vuoden lopussa hallinnoitavien pääomien määrä oli 61,3 miljardia euroa (44,7 miljardia euroa). Kasvu ei tosin jatkunut aivan yhtä voimakkaana verrattuna vuoteen 2005. Voimakasta kasvua pitivät yllä osakemarkkinoiden positiivinen vire, suotuisa taloudellinen kehitys sekä sijoitusrahastojen tarjonnan ja markkinoinnin lisääntyminen. Epätodennäköistä on, että vastaaviin kasvulukuihin päästään vuoden 2007 aikana.

Pääomien jakautuminen eri rahastotyypeille osoittaa, että korkorahastojen osuus kokonaiskannasta kasvoi 50 prosenttiin. Pääomien noustessa 29,4 miljardiin euroon. Osakerahastojen osuus laski muutamalla prosentilla. Rahastopääoman omistajasektorikohtainen tarkastelu osoittaa, että suurimman yksittäisen sektorin muodostaa kotitaloudet 25 prosentin osuudella. Kotitalouksien osuus on pysynyt samana vuosien 2004–2006 välisenä aikana. Sen sijaan

rahoituslaitokset (osuus 13 %) ja ulkomaat (osuus 13,3 %) ovat kasvattaneet osuuttaan eniten.

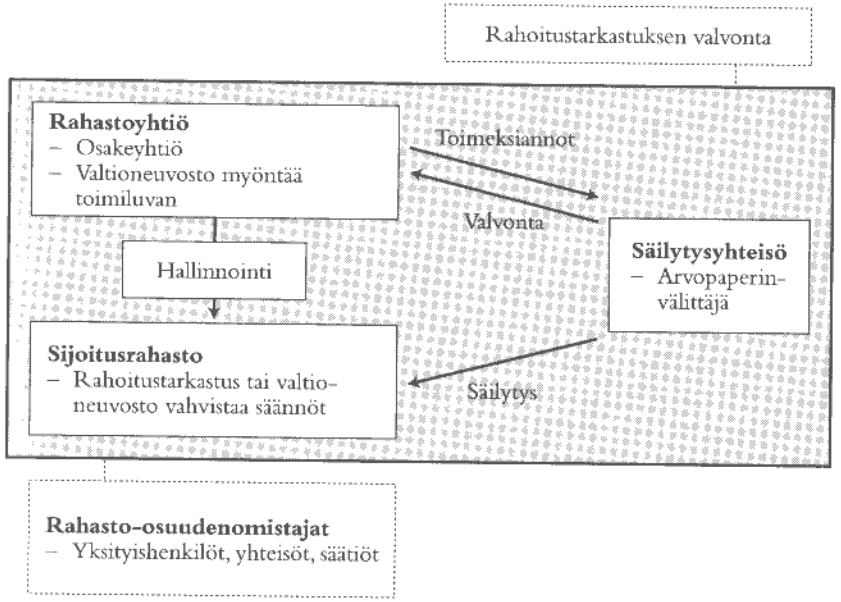
Rahoitustarkastus tiedottaa 2/2007 Analyysinumero.

Viime vuosina kansainvälisenä rahoitusmarkkinoiden trendinä on ollut omistuksen institutionalisoituminen, jolloin sijoituskohteet ovat yhä useammin osa jonkin instituution portfoliota. Sijoitusrahastot tarjoavat sekä yhteisöille että yksityissijoittajille väylän ns. tukkumarkkinoille. Rahastot pystyvät institutionaalisina sijoittajina tarjoamaan sijoittajille asiantuntemuksen lisäksi automaattisen hajautuksen, likviditeetin, säännöllisen raportoinnin ja instituution kaupankäyntikustannukset.

1.3.1 Mikä on sijoitusrahasto?

Sijoitusrahastolla (Mutual Fund, Open End Fund) tarkoitetaan osakkeista, korkoinstrumenteista ja muista arvopapereista koostuvaa salkkua, jonka omistavat siihen sijoittaneet yksityiset henkilöt, yritykset ja muut yhteisöt. Sijoitusrahasto on siis useiden sijoittajien muodostama kollektiivinen instituutio, joka tarjoaa omistajilleen mahdollisuuden hyödyntää suuren sijoittajan kustannustehokkuutta ja asiantuntemusta.

Sijoitusrahaston toimintaperiaate on yksinkertainen. Säästäjien varoja kerätään yhteen, ja ne sijoitetaan useisiin eri arvopapereihin, jotka muodostavat rahaston. Rahasto jakautuu keskenään yhtä suuriin rahastoosuuksiin, jotka tuottavat yhtäläiset oikeudet rahastossa olevaan omaisuuteen. Sijoituspäätöksistä ja muusta hallinnoinnista vastaa rahastoyhtiö, joka ei omista rahastossa olevia arvopapereita, sillä ne ovat sijoittajien omaisuutta.



Kuvio 4. Rahastosijoittamisen perusperiaate.

Sijoitusrahastolla on Rahoitustarkastuksen tai Valtioneuvoston vahvistamat säännöt, joista muun muassa selviää, minkä tyyppinen rahasto on kyseessä ja millaista sijoituspolitiikkaa se harjoittaa. Sijoituspolitiikka tarkoittaa rahaston strategialinjausta ja antaa vastauksen mm. seuraaviin kysymyksiin:

- Sijoitetaanko rahaston varoja osake- vai korkomarkkinoille vai näille molemmille?
- Mille maantieteelliselle alueelle rahaston varoja sijoitetaan?
- Mikä on rahaston vertailuindeksi?
- Jakaako rahasto tuotto-osuuksia vai ei?
- Käyttääkö rahaston salkunhoitaja johdannaisia osana salkunhoitoa?

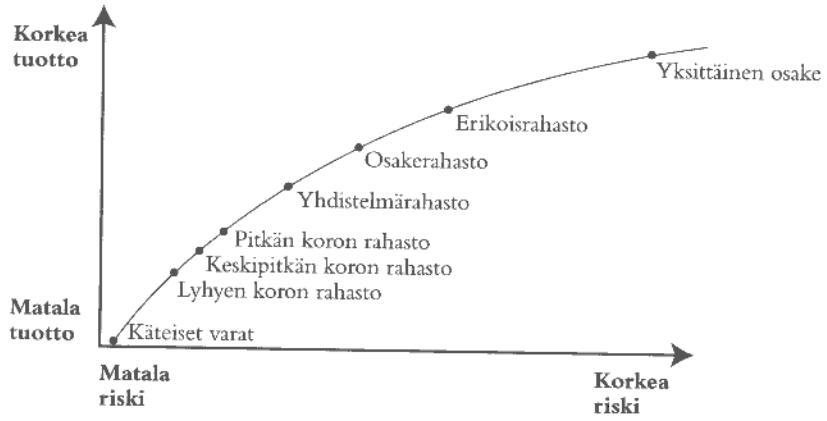
Varsinaisten sääntöjen lisäksi sijoittaja saa rahastoesitteestä hyödyllistä informaatiota rahaston sijoituspolitiikasta, salkunhoitajista ja rahaston historiallisesta kehityksestä, mm. palkkioista. Rahaston varat sijoitetaan sijoituspolitiikassa määritellyille markkinoille, joiden kehitys määrää myös rahaston tuoton. Erityyppiset sijoitusrahastot sopivat erilaisiin sijoittajan

tarpeisiin. Tuottorahastot jakavat ns. tuotto-osuuden vuosittain. Vastaavasti kasvurahastot eivät jaa tuotto-osuutta, vaan sijoittajan kokonaistuotto määräytyy rahaston lunastusarvon (myyntihinta) ja hankinta-arvon erotuksena.

Jo tässä yhteydessä on hyvä huomata, että sijoittajan kannalta ei käytännössä ole merkitystä sillä, maksaako rahasto osuudenomistajille tuotto-osuutta vai ei. Rahaston maksettua tuotto-osuuden yhden osuuden arvo laskee täsmälleen tuotto-osuuden verran. Rahastosijoittaja ei siis saa mitään ilmaista lounasta. Samaan tulokseen hän pääsisi myymällä osan rahasto-osuuksistaan, minkä toimenpiteen hän voi toteuttaa juuri silloin, kun haluaa, eikä silloin, kun muut rahaston osuudenomistajat haluavat. Problematiikka on pitkälti sama kuin yritysten maksamissa osingoissa sillä erotuksella, että rahaston tuotto-osuuksiin ei liity minkäänlaista informaatiosignaalia tulevaisuuden tuotto-osuuksista. Yritysten osingoissa tällaista informaatiota ajatellaan olevan.

Verotuksellisesti sijoittajan kannalta ei ole eroa sillä, tuleeko kassavirta tuotto-osuuksista vai myyntivoitoista. Tilanne on siis eri kuin yritysten maksamissa osingoissa. Tuotto-osuuksiin sijoittavat lähinnä säätiöt ja vastaavat instituutiot, jotka perustavat sijoitustoimintansa juokseviin kassavirtoihin. Kiinteistösijoituksista saadaan juoksevasti vuokratuloja, osakkeista osinkoja, obligaatioista korkoja. Tällaiset sijoittajat haluavat sijoitusrahastoista vastaavaa kassavirtaa, ja heitä varten rahastoyhtiöt ovat perustaneet tuotto-osuusrahastoja.

Sijoituspolitiikan perusteella rahastot voidaan jakaa tuoton ja riskin suhteessa seuraavan kuvion mukaisesti.



Kuvio 5. Muutamien sijoitusmuotojen vertailu tuotto-odotuksen ja riskin suhteen (lähde: Suomen Sijoitusrahastoyhdistys ry).

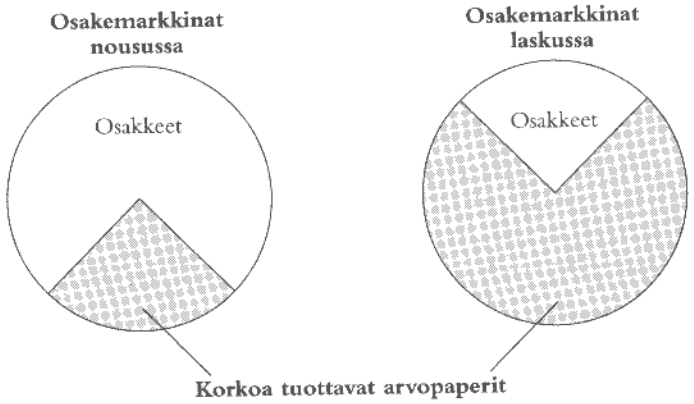
Lyhyen koron rahasto on vastine pankkitilille. Tällaiset rahastot sijoittavat varansa rahamarkkinasijoituksiin, esimerkiksi valtion, pankkien tai yritysten liikkeeseenlaskemiin korkoinstrumentteihin, joiden laina-aika on lyhyt, alle vuoden. Rahastojen tavoitteena on yleensä pitkällä aikavälillä ylittää kolmen kuukauden euribor-koron tuotto.

Pitkän koron rahastot sijoittavat varansa joukkovelkakirjalainoihin. Yleensä tuotto-odotus on hieman parempi kuin lyhyen koron rahastossa, mutta vastaavasti rahastolla on hieman suurempi riski siitä, että sen arvo voi myös laskea. Korkoriski johtuu siitä, että pitkien korkojen nouseminen laskee joukkovelkakirjalainan arvoa – niin epäintuitiiviselta kuin se saattaakin kuulostaa. Joku voisi kuvitella, että korkojen nousu on hyvä uutinen korkosijoittajalle, mutta tilanne on nimenomaan päinvastoin. Tämä johtuu siitä, että obligaation kuponkikorot ovat kiinteitä ja kun niitä diskontataan korkeammalla korolla, obligaation nykyarvo laskee. Korkoriskiä käsitellään enemmän tässä kirjassa luvussa 4 (s. 88). *Keskipitkän koron rahastot* sijoittavat sekä raha- että joukkovelkakirjamarkkinoille.

Osakerahastot sijoittavat varansa kotimaisille tai kansainvälisille osakemarkkinoille – rahaston sääntöjen mukaan. Osakerahasto voi sijoittaa varansa myös tietyntyyppisiin tai kokoisiin yhtiöihin, esimerkiksi suuriin

ja vakaisiin globaalisti toimiviin yrityksiin, ns. blue chip -yhtiöihin tai pk-yrityksiin taikka ns. small cap -yhtiöihin tai tietylle toimialalle, kuten metsäteollisuuteen, lääketeollisuuteen tai telekommunikaatioon.

Yhdistelmärahastot hajauttavat varansa korko- ja osakemarkkinoille. Yhdistelmärahaston salkunhoitaja vastaa myös siitä päätöksestä, miten suuri osuus salkusta kulloinkin on osakemarkkinoilla, miten suuri korkomarkkinoilla. Yhdistelmärahastojen menestys ratkeaa pitkällä juoksulla siitä, miten hyvin salkunhoitaja onnistuu painottamaan korkoja ja osakkeita eri markkinatilanteissa. Onnistuuko salkunhoitaja tässä vaikeassa tehtävässä, sitä arvioimme tämän kirjan luvussa 4 (s. 106).



Kuvio 6. Yhdistelmärahaston rakenteen muuttuminen salkunhoitajan onnistuessa optimaalisesti.

Erikoissijoitusrahastojenkin tulee sijoittaa useisiin eri kohteisiin ja hajauttaa näin riskiä. Niillä ei kuitenkaan ole mitään prosenttirajoja, joita yksittäiset sijoitukset eivät saisi ylittää koko rahaston varojen määrästä. Mm. rahasto-osuus-, vipu-, indeksi- ja hedge fund -rahastot voivat olla erikoissijoitusrahastoja. Erikoissijoitusrahastot ottavat usein suurempia riskejä kuin ns. tavalliset sijoitusrahastot, jotka toimivat sijoitusrahastolain mukaan.

1.3.2 Rahastosijoittamisen edut

1. *Riskin hajautus.* Rahaston varat sijoitetaan useisiin eri kohteisiin, jolloin riski pienenee. Erityisesti kansainvälinen hajautus on rahastojen kautta helppoa. Sijoitusrahastolaki määrää mm., että yhteen kohteeseen ei saa sijoittaa enempää kuin kymmenen prosenttia rahaston varoista. Tämä tarkoittaa käytännössä sitä, että rahastojen varallisuus on aina vähintään kohtuullisesti hajautettu eivätkä yksittäisten arvopapereiden arvonmuutokset romahduta rahaston arvoa.
2. *Hyvä rahaksimuutettavuus eli likviditeetti.* Rahasto-osuuksien ostot ja myynnit käyvät helposti jokaisena pankkipäivänä. Koska rahastosijoitus ei ole mihinkään määräaikaan sidottu, rahasto-osuus voidaan muuttaa käteiseksi joka päivä. Rahastoesitteessä mainitaan usein suositus sijoitusperiodiksi (esim. "Osakerahaston suositeltava sijoitushorisontti: 5 vuotta"), mutta se ei tarkoita, etteikö rahasto-osuuksia voisi myydä vaikka viikon kuluttua niiden ostamisesta. Suositusperiodi liittyy rahaston sijoituspolitiikan riskisyyteen. Tyypillisesti rahamarkkinarahastoja suositellaan aivan lyhyillekin periodeille, mutta vastaavasti osakemarkkinoille sijoittavan kannattaa lähteä siitä, että sijoitus tehdään useiksi vuosiksi. Liittyyhän osakkeisiin riski siitä, että niiden arvot voivat muutaman vuodenkin tähtäimellä laskea, vaikka ne pitkässä juoksussa todennäköisesti tuottavatkin paremmin kuin korkoinstrumentit.
3. *Asiantuntemus.* Sijoituspäätösten tekijät ovat asiantuntijoita, jotka seuraavat markkinoiden kehitystä jatkuvasti. Heidän työpaikkansa ja palkkansa riippuvat siitä, kuinka hyvin he pystyvät hoitamaan osuudenomistajien varallisuutta.
4. *Säästöt kaupankäyntikustannuksissa.* Sijoitusrahasto edustaa markkinoilla institutionaalista sijoittajaa, minkä ansioista se pystyy tekemään kaupat institutionaalisen sijoittajan kustannuksilla sekä osake- että korkomarkkinoilla. Institutionaalisena sijoittajana rahasto pääsee mukaan rahan tukkumarkkinoille, mikä tarkoittaa sitä, että rahaston kautta sijoittaja pääsee sellaisille markkinoille, joille hän ei muuten pääsisi.
5. *Helppohoitoisuus.* Rahastosijoittajan ei välttämättä tarvitse seurata markkinoita. Lisäksi rahasto-osuudet voi jättää säilytettäväksi rahastoyhtiöön veloituksetta. Rahastojen arvot lasketaan yleensä päivit-

täin ja ne noteerataan Helsingin Pörssissä. Rahastojen arvoja on helppo seurata lehtien pörssisivuilta, Teksti-TV:stä tai Internetistä. Verotuksellisesti rahasto on sijoittajan näkökulmasta yksi verosubjekti eikä sijoittajan tarvitse huolehtia arvopapereiden ostoista ja myynneistä aiheutuneista veroseuraamuksista toisin kuin silloin, kun sijoitukset on tehty suoraan markkinoille.

6. *Verottomuus.* Rahastot eivät ole verovelvollisia, ja ne voivat käydä kauppaa ilman, että myyntivoittoja verotetaan. Rahastot eivät myöskään maksa lähdeveroa korkotuotoistaan. Rahasto-osuudenomistaja maksaa veroa sijoitukselleen kertyneestä arvonnoususta siinä vaiheessa, kun rahasto-osuus lunastetaan tai kun mahdollinen tuotto-osuus maksetaan. Sijoitusrahasto mahdollistaa veronmaksun lykkääntymisen vielä jakamattoman tulon osalta.
7. *Valvonta.* Viranomaisvalvonta takaa osaltaan hyvän sijoittajasuojan, ja tiedotusvälineistä sijoittaja voi itsekin seurata rahastonsa kehitystä päivittäin. Rahoitustarkastus valvoo kaikkia Suomeen rekisteröityjä sijoitusrahastoja.

Rahastosijoittamiseen liittyy myös mahdollisia kustannuksia ja ongelmia, jotka on hyödyllistä tiedostaa.

1. *Erilliset kustannukset.* Rahastosijoittamiseen liittyy kustannuksia, kuten merkintä- ja lunastuspalkkio, hallinnointipalkkio ja säilytysyhteisön palkkio. Merkintäpalkkio veloitetaan sijoittajalta tämän ostaessa rahasto-osuuksia. Hallinnointi- ja säilytyspalkkio vähennetään rahastopääomasta ennen osuuden arvon laskemista. Rahastoyhtiö perii hoitopalkkion rahaston tuotoista riippumatta, eli hoitopalkkiot ovat rahastoyhtiölle tuloa, vaikka rahaston tuotto olisi negatiivinen.
2. *Yhdistelmärahaston varojen allokointi.* Puhtaan osakerahaston tai korkorahaston osuudenomistaja tietää aina, mihin varat on sijoitettu, mutta yhdistelmärahaston osuudenomistaja on täysin riippuvainen salkunhoitajan näkemyksistä eli hän ei itse voi vaikuttaa allokaatioon.
3. *Kaupankäyntikustannukset.* Suuri osa rahastoyhtiöistä on osa pankki- tai vakuutusyhtiökonsernia. Samaan konserniin liittyy usein välitystoimintaa harjoittava sisaryhtiö. On joskus esitetty, että tämä voi johtaa osuudenomistajien näkökulmasta liian aktiiviseen kaupankäyntiin, mikä aiheuttaa puolestaan korkeita välityspalkkioita, jotka maksetaan rahaston varoista. Tämä ei tue rahaston toimintaa pitkällä aikavälillä, ja rahaston tuotot jäävät alhaisemmiksi kuin sellaisen, jossa kaupankäynti on minimaalista. Toisaalta tiedetään, että rahastojen tuottovertailu ja kilpailu on niin ankaraa, että rahaston salkunhoitajilla ei ole varaa maksaa yhtään ylimääräisiä kaupankäyntipalkkioita. Joka tapauksessa markkinoiden läpinäkyvyyden lisäämiseksi Suomen Sijoitusrahastoyhdistys ry on vuodesta 2002 lähtien vaatinut rahastoyhtiöitä raportoimaan jokaisen rahaston kohdalla osuuden, joka kaupoista on tehty samaan konserniin liittyvän välitysliikkeen kanssa.

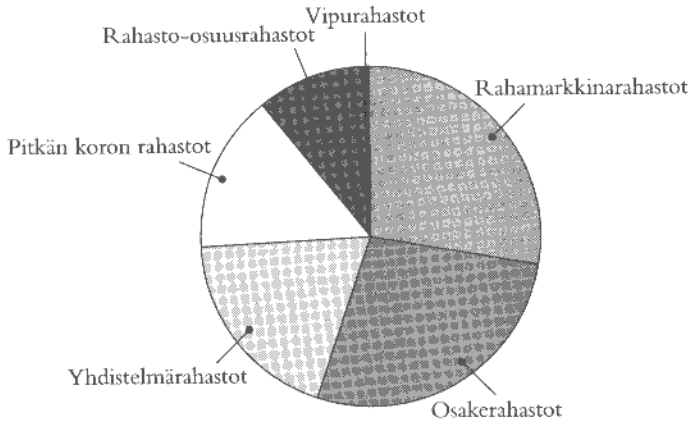
Yhteenvetona voidaan todeta, että sijoitusrahastot tarjoavat hyödyllisen vaihtoehdon monentyyppiselle sijoittajalle. Sijoitustoiminta on vaivatonta, mutta tästä palvelusta joutuu maksamaan. Kustannusten kohtuullisuus riippuu siitä, kuinka suuren painon sijoittaja antaa rahastoyhtiön tarjoamille palveluille. On olemassa sijoittajia, joiden mielestä on hauskaa ja mielenkiintoista toimia itse suoraan rahoitusmarkkinoilla, vaikka aikaa markkinoiden analysoinnille ja asiantuntemusta ei paljoa olisikaan. Tällaiset sijoittajat kokevat, että rahastosijoittaminen veisi koko sijoittamisen ilon: ei voisi enää itse veikkailla eri yhtiöiden osakekurssien kehittymistä ja ennustella korkokäyrän muutoksia. Sijoittaminen voi olla myös vapaa-ajan harrastus – tosin huonoina aikoina kallis sellainen. Harrastuksenomainen sijoittaminen on kannatettavaa toimintaa, mutta työkseen sijoittavat ovat joutuneet oppimaan ammattimaisen salkunhoidon välttämättömyyden. Kun tuloksia halutaan systemaattisesti pitkällä aikavälillä, sijoitusrahastot tarjoavat hyvän vaihtoehdon sijoittajalle.

1.4 Rahastosijoittajan neljä yleisintä virhettä

Rahastosijoittaminen ja -säästäminen ovat Suomessa suhteellisen uusia asioita, joihin liittyy paljon ennakkoluuloja ja vääriä uskomuksia. Seuraavassa on listattu muutamia seikkoja, jotka ovat edelleen esteenä markkinoiden kehittymiselle.

1. *Verrataan rahastosijoittamista vain suoraan osakesijoittamiseen.* Perusteet tälle löytyvät todennäköisesti Suomen rahastojen historiasta: ensim-

mäiset vuonna 1987 markkinoille tulleet rahastot olivat nimenomaan osakerahastoja. Sijoittajille jäi sellainen mielikuva, että kaikki rahastot sijoittavat osakemarkkinoille. Sijoitusrahastoja on nykyään monia erilaisia, ja osa rahastoista on toki osakerahastoja, mutta vastaavasti suuri osa rahastoista on korko- ja yhdistelmärahastoja. Suomessa osakerahastot muodostavat vain hieman reilun neljänneksen koko rahastomarkkinasta.



Kuvio 7. Rahastojen arvo rahastotyypeittäin 30.6.2007 (lähde: Tilastokeskus).

2. *Odotetaan osakesijoituksen arvon kaksinkertaistumista lyhyessä ajassa.* Pörssisijoituksia tullaan helposti verranneeksi lottoon ja totta onkin, että pörssissä voi tehdä lyhyessä ajassa hyviä tuottoja. Pitkällä aikavälillä osakesijoitusten voi odottaa tuottavan enemmän kuin korkosijoitusten, mutta ilman kovaa riskinottoa kymmenen prosentin tuottoa voidaan pitää hyvänä saavutuksena pörssissäkin. Historiasta raportoidut yli 15 prosentin osakkeiden vuosituotot ovat onneksi historiaa; nykyään inflaatiotaso on niin paljon alhaisempi, että sijoittajille riittää aikaisempaa pienempi nimellistuotto.
3. *Pidetään valtaosa varallisuudesta pankkitileillä.* Suomalaisilla on pitkä perinne pankkitallettamisesta. Tapana on, että valtaosa rahoista pidetään pankkitilillä ja sijoitetaan muutama prosentti varallisuudesta

pörssiin. Tähän muutamaan prosentin osuuteen kohdistuu helposti liian suuria odotuksia.

Kotitalouksilla oli sijoitettuna rahoitusvaroihin vuoden 2006 lopussa yhteensä runsaat 191 miljardia euroa. Pankkitalletuksia tästä oli 55 miljardia euroa. Pörssiosakkeiden arvo kasvoi kurssinousun siivittämänä lähelle vuoden 1999 huippulukemia ollen vuoden lopussa 27 miljardia. Rahasto-osuudet kasvoivat jo lähes 18 miljardiin euroon, ja niiden osuus rahoitusvaroista nousi runsaaseen 9 prosenttiin. Muiden osakkeiden ja osuuksien arvo oli 41 miljardia, kuten myös yksilölliseen henki-, eläke- ja vahinkovakuutukseen liittyvien vakuutussaamisten.

Lähde: Tilastokeskus 12.7.2007.

4. *Ostetaan rahastoja sen perusteella, miten kurssit ovat kehittyneet historiallisesti lyhyellä aikavälillä.* Nopea kurssinousu ei tarkoita sitä, että kurssit välttämättä jatkavat nousua samalla tahdilla. Vastaavasti kurssilasku ei tarkoita sitä, että kurssit jatkaisivat aina vaan laskuaan. Lyhyellä aikavälillä osakekurssit voivat heilahdella voimakkaastikin, mutta pitkällä aikavälillä kurssitaso perustuu taustalla olevien yhtiöiden tuloskehitykseen. Osakesijoittajan kannalta tärkein asia on ymmärtää, että hän sijoittaa yritystoimintaan – ei erilaisiin nouseviin ja laskeviin indekseihin. Korkosijoittajan tulee puolestaan muistaa, että korkosijoituksen arvo nousee korkojen laskiessa. Korot eivät voi mennä negatiivisiksi, minkä vuoksi todennäköisesti oikein hyvän korkosijoitusvuoden jälkeen historialliset tuotot kääntyvät vaatimattomammiksi.

2

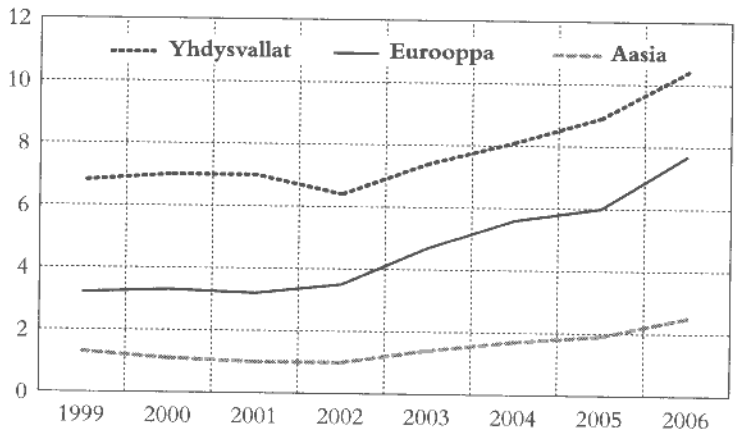
Sijoitusrahastojen kehitys Suomessa ja maailmalla

Sijoitusrahastojen koko vuonna 1999 ylitti Yhdysvalloissa kuusi biljoonaa dollaria. Biljoona on suuri luku[1]. Yhdysvaltalaisissa sijoitusrahastoissa oli siis yli kuusi miljoonaa miljoonaa dollaria varoja sijoitettuna. Vuonna 2000 summa ylitti ensimmäisen kerran amerikkalaisten pankkitalletusten määrän. Voidaan siis sanoa, että ainakin Yhdysvalloissa sijoitusrahastojen suosio on muodostunut vankaksi.

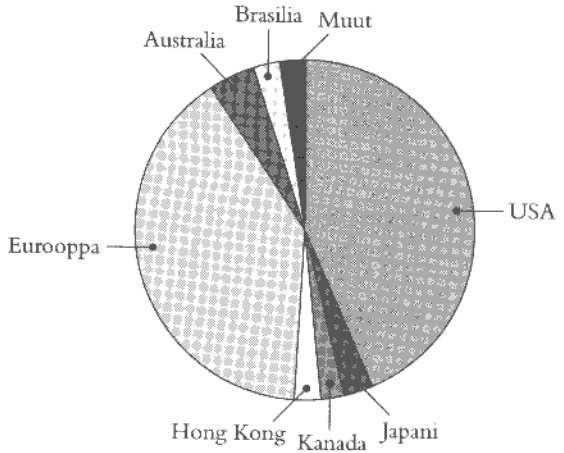
Kuusi biljoonaa dollaria on niin suuri summa rahaa, että sillä hallinnoidaan suurta osaa amerikkalaisten yritysten omistuksesta. Vielä vuonna 1950 amerikkalaisten yritysten omistuksesta 2 prosenttia oli sijoitusrahastojen hallussa. Vuonna 2004 rahastojen omistusosuus oli noussut jo 23 prosenttiin. Omistusosuus on jo niin suuri, että rahastot vaikuttavat yritysten tapaan ajatella ja toimia.

Rahastosijoittaminen on volyymiltaan suurinta Yhdysvalloissa, mutta se on tullut suosituksi muuallakin maailmassa. Eurooppalaisten rahastojen koko oli noin kaksi kolmasosaa amerikkalaisten vastaavasta vuonna 2006.

[1] Englanniksi 'billion' on suomeksi miljardi. Sekin on suuri luku, mutta amerikkalaisesta rahastovarallisuudesta puhuttaessa kysymys on suomeksi biljoonasta eli englanniksi 'trillion'.



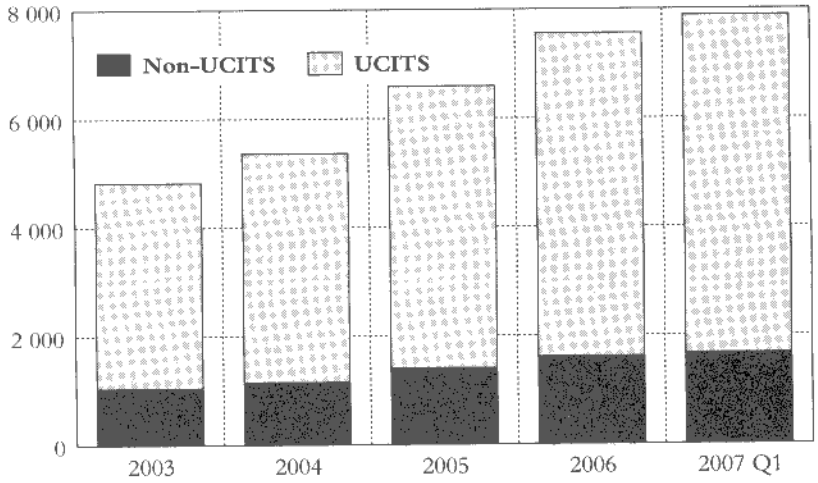
Kuvio 8. Maantieteelliset trendit investointirahastojen varoissa 1999–2006, miljoonaa miljoonaa euroa (lähde: ICI eli Investment Company Institute).



Kuvio 9. Maailman rahastopääomien jakauma maantieteellisesti vuoden 2006 lopussa (lähde: ICI & Efama).

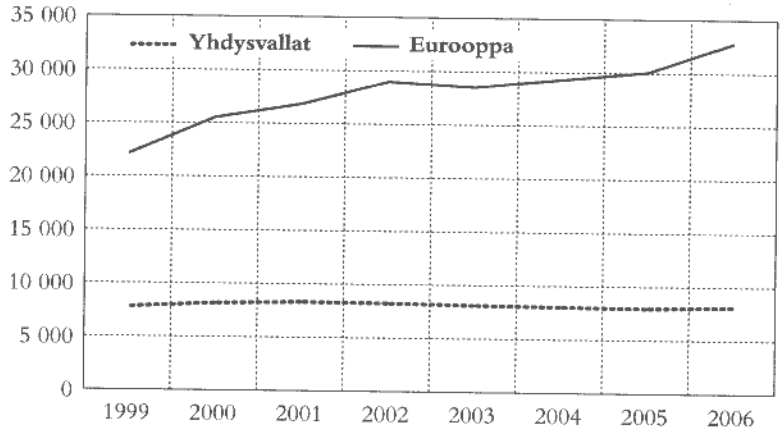
Seuraavassa kuviossa on esitetty eurooppalaisen rahastovarallisuuden kehittyminen viimeisen kahdeksan vuoden aikana. Siitä voimme havaita rahastojen kasvaneen vielä viime vuosinakin, kun osakemarkkinoilla on

koettu vaikeita aikoja. Suurin osa rahastovarallisuudesta on ns. ucits-rahastoissa (Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities) eli Euroopan Sijoitusrahastodirektiivin mukaisissa rahastoissa. Suurin osa Suomessakin kaupattavista sijoitusrahastoista on nimenomaan ucits-rahastoja. Ns. non-ucits rahastoja ovat mm. erikoissijoitusrahastot, joista kerrotaan tässä kirjassa luvuissa 3 (s. 71) ja 5 (s. 136).



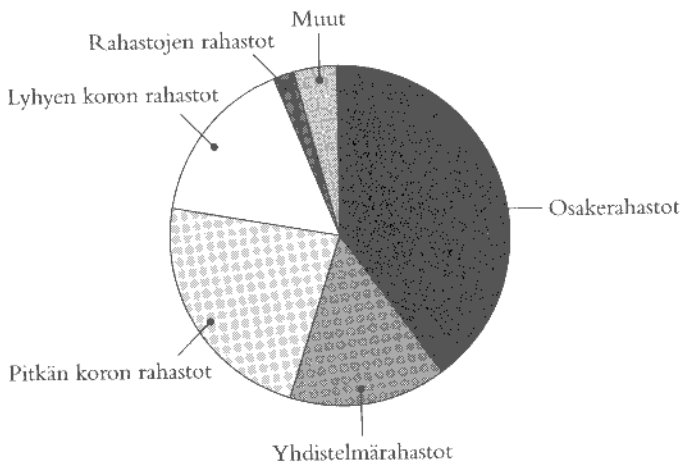
Kuvio 10. Sijoitusrahastojen hallinnoitava varallisuus Euroopassa, miljardia euroa (lähde: EFAMA).

Siitä huolimatta, että Euroopassa rahastoihin on sijoitettuna vain puolet siitä, mitä Yhdysvalloissa, tällä puolella Atlanttia rahastoja on lukumääräisesti selvästi enemmän. Ja lisää kehitellään edelleen. Seuraavasta kuvasta käy ilmi, että Euroopassa on lähes kolme kertaa niin paljon rahastoja kuin Yhdysvalloissa. Eurooppalaisten rahoitusmarkkinoiden integroituminen ei näillä markkinoilla ole tarkoittanut sitä, että suuret yhtiöt pystyisivät valtaamaan markkinat laajentumalla uusiin maihin. Päinvastoin, rahastomarkkinat ovat edelleen kovin fragmentoituneet eli yksittäisille markkinoille maittain kehitetään omia rahastoja. Tämän lopputuloksena eurooppalaisten rahastojen keskikoko on tietysti selvästi pienempi kuin Yhdysvalloissa. Eurooppalaisen sijoittajan näkökulmasta rahastovalikoima on myös hyvin laaja.



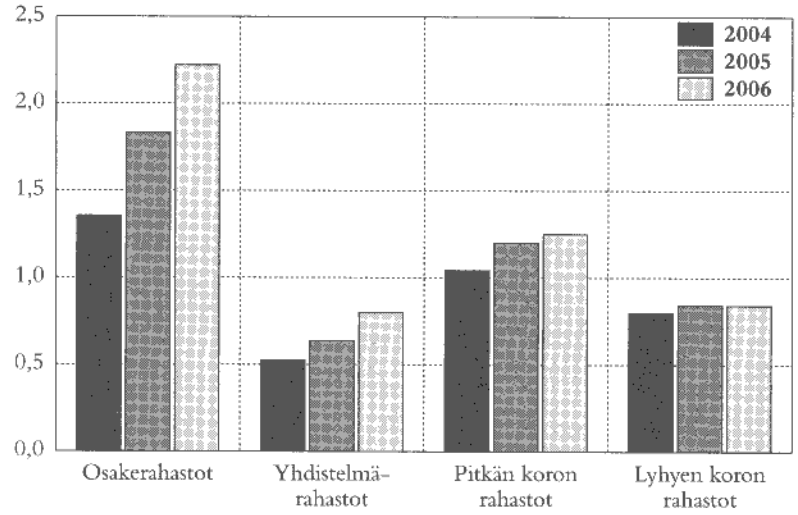
Kuvio 11. Rahastojen lukumäärän kehitys Yhdysvalloissa ja Euroopassa (lähde: ICI).

Sijoitusrahastoja jaotellaan monilla eri tavoilla. Yksi tapa on luokitella rahastot sen mukaan, mihin instrumentteihin rahasto sijoittaa. Seuraavassa kuvassa on esitetty eurooppalaisten rahastojen pääomien kehitys sen mukaan, sijoittaako rahasto osake-, obligaatio- (pitkä korko) vai rahamarkkinoille (lyhyt korko) tai onko rahasto näiden yhdistelmä.



Kuvio 12. Sijoitusrahastojen pääomien jakauma vuonna 2007 (maaliskuu) sen mukaan, mihin instrumentteihin rahastot sijoittavat (lähde: EFAMA).

Euroopassa osakerahastojen volyymit ovat erityisesti kasvaneet viime vuosien aikana. Tämä on johtunut sekä uusista sijoituksista näihin rahastoihin että osakemarkkinoiden yleisestä positiivisesta kehityksestä viime vuosien aikana. Maailmalla osakerahastot muodostavat noin 45 prosenttia koko markkinasta ja erilaiset korkorahastot yhteensä noin 40 prosenttia.



Kuvio 13. Rahastopääomien kehitys Euroopassa eri sijoitusluokkien välillä (lähde: Efama).

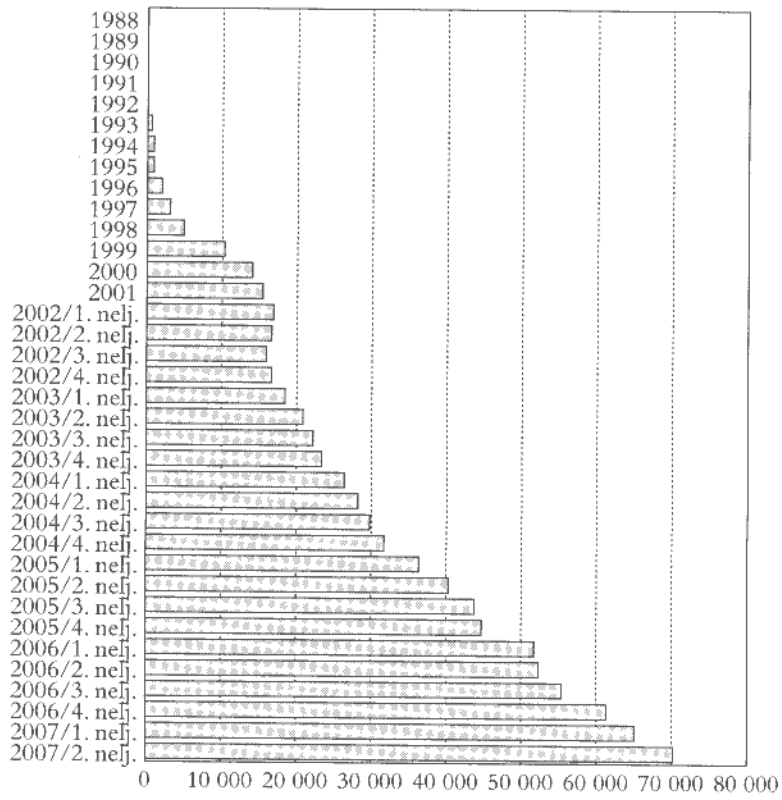
Yhdysvaltain jälkeen seuraavaksi suurimmat rahastomaat maailmalla löytyvät Ranskasta ja Luxemburgista, joista jälkimmäisen korkea sijoitus selittyy osin sikäläisellä joustavalla markkinoiden sääntelyllä. Suomen rahastomarkkinat ovat vielä kovin pienet kansainvälisessä vertailussa. Euroopan rahastomarkkinoista suomalaiset markkinat muodostivat 0,8 prosentin osuuden vuonna 2006. Meikäläisillä rahastomarkkinoilla on toistaiseksi vähemmän sijoituksia kuin vastaavilla markkinoilla muissa Pohjoismaissa paitsi Norjassa.

Maa	Varat	%	Maa	Varat	%
Luxemburg	1 927 360	24,5	Hollanti	102 877	1,3
Ranska	1 565 500	19,9	Suomi	64 708	0,8
Saksa	1 042 838	13,2	Norja	44 540	0,6
Englanti	835 035	10,6	Portugali	39 282	0,5
Irlanti	769 145	9,8	Puola	29 899	0,4
Italia	374 151	4,7	Kreikka	23 514	0,3
Espanja	292 283	3,7	Liechtenstein	17 359	0,2
Itävalta	169 969	2,2	Turkki	15 473	0,2
Sveitsi	152 272	1,9	Unkari	9 384	0,1
Ruotsi	142 214	1,8	Tshekki	5 414	0,1
Belgia	127 920	1,6	Slovakia	3 412	0,0
Tanska	125 072	1,6	Yhteensä	4 982 472	100,00

Kuvio 14. Euroopan sijoitusrahastomarkkinoiden koko maittain 2006 (lähde: EFAMA).

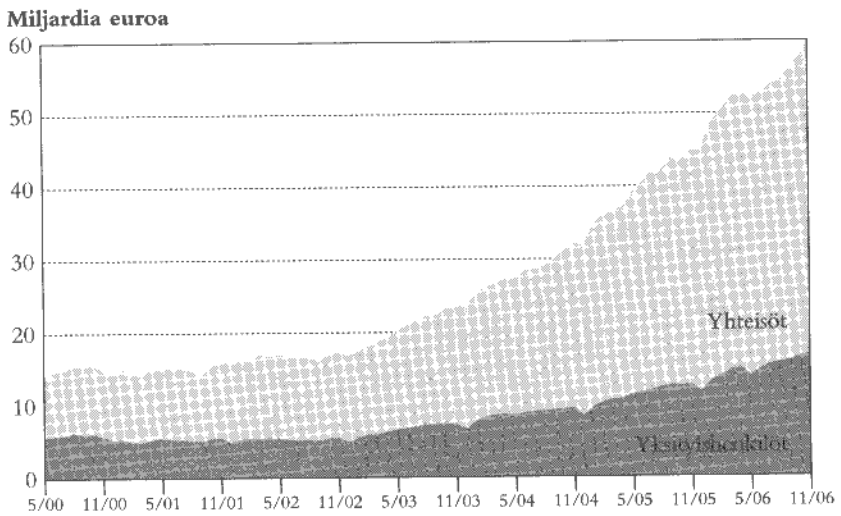
Meidän kotimaiset rahastomarkkinamme ovat olleet voimakkaassa kasvussa viime vuosien aikana. Suomessa markkinat mahdollistava sijoitusrahastolaki säädettiin viimeisenä Euroopan unionin nykyisistä jäsenvaltioista vuonna 1987. Ensimmäiset rahastot olivat osakemarkkinoille sijoittavia, ja syksyllä 1987 koettiin maailmanlaajuinen pörssiromahdus. Sen seurauksena ensimmäiset näihin uusiin instrumentteihin lähteneet saivat tuta osakesijoittamiseen liittyvän riskin, ja kesti joitakin vuosia ennen kuin sijoittajat kunnolla löysivät rahastot. Korkorahastot tulivat markkinoille vasta 1990-luvulla. Jälkikäteen katsottuna markkinoiden kehittymisen kannalta helpompaa olisi varmasti ollut, jos sijoittajien ensi kokemus rahastoista olisi tullut pienempiriskisiltä korkomarkkinoilta. Joka tapauksessa suomalaiset rahastomarkkinat lähtivät kasvuun 1990-luvun jälkimmäisellä puoliskolla, ja kasvu on edelleen jatkunut.

Rahastojen pääomien kasvattaminen on ollut helppoa alhaiselta lähtötasolta, mutta kasvu on ollut myös jatkuvaa vuodesta toiseen, mikä nähdään seuraavasta kuvasta. 50 miljardin euron raja ylitettiin helmikuussa 2006.



Kuvio 15. Rahastopääoma suomalaisissa sijoitusrahastoissa 1988–2007 (lähde: Tilastokeskus).

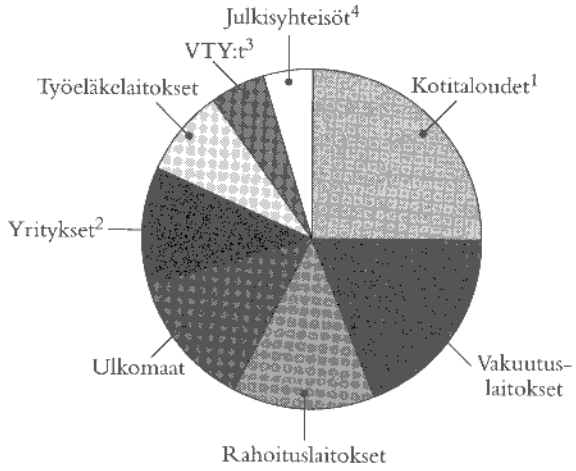
Sijoitusrahastoista puhutaan usein instrumenttina nimenomaan piensijoittajille. Käytännössä suurempi osuus rahastovarallisuudesta on kuitenkin yhteisöjen varallisuutta. Yhteisösijoittajien osuus rahastopääomasta on noin kaksi kolmasosaa.



Kuvio 16. Rahastopääoman jakautuminen yhteisöjen ja yksityishenkilöjen kesken (lähde: Rahoitustarkastus).

Eri sijoittajat käyttävät rahastoja eri tavoin hyödykseen. Seuraavassa kuvassa on esitetty rahastojen pääomien jakautuminen osuudenomistajaryhmittäin. Kuvasta näemme, että kotitaloudet muodostavat vain reilun neljänneksen kaikista sijoituksista.

TURUN KAUPPAKORKEAKOULU
KIRJASTO - TIETOPALVELU
RehtorinpellonkatU 3
20500 TURKU



[1] M. elinkeinonharjoittajien kotitaloudet
[2] M. asuntoyhteisöt
[3] Kotitalouksia palvelevat voittoa tavoittelemattomat yhteisöt
[4] Pl. työeläkelaitokset

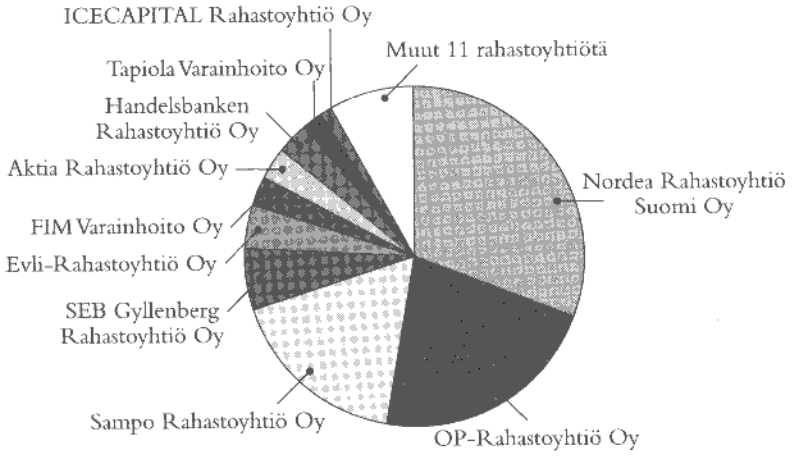
Kuvio 17. Rahasto-osuuksien jakautuminen Suomessa sektoreittain 30.6.2007. Yhteensä 70,1 miljardia euroa (lähde: Tilastokeskus).

Suomessa ensimmäiset rahastot olivat osakkeisiin sijoittavia, korkorahastot tulivat vasta paljon myöhemmin. Suomen suurin sijoitusrahasto vuonna 1993 oli osakemarkkinoille sijoittava Kasvu-SYP, jossa oli 315 miljoonaa silloista markkaa eli noin 50 miljoonaa euroa. Rahastojen vertailussa käytettävän Rahastoraportin tekijänä oli tuolloin Suomen Optiomeklarit Oy. Raportin mukaan osuudenomistajia Kasvu-SYP:ssä oli 6 006 ja salkunhoitajana toimi Kim Lindström. Rahasto oli perustettu 1.9.1987, eli se oli ehtinyt toimia kuusi vuotta. Seuraavaksi suurin rahasto oli myös osakemarkkinoille sijoittava Evli-Select, jonka salkunhoitajalla Henrik Damsténilla oli hoidettavanaan 300 miljoonan markan ja 527 osuudenomistajan varallisuus. Petri Rutanen hoiti Alfred Berg Finland -rahastoa 241 miljoonalla markalla ja 1 100 osuudenomistajalla ja Tim Hermansson puolestaan Gyllenberg Teollisuus -rahastoa, jossa oli 438 osuudenomistajan 144 miljoonan markan varallisuus.

Markkinoilla oli vain yksi Suomeen rekisteröity korkorahasto, Tuotto-SYP. Ajan hengen mukaisesti tuota rahastoa hoiti sama salkunhoitaja kuin muitakin SYP:n rahastoja eli Kim Lindström. Markkinoilla oli tarjolla myös kolme yhdistelmärahastoa, joita kutsuttiin vielä tuolloin sekarahastoiksi. Kansallis-Tuottoa hoiti Arto Laakkonen ja OP-Kasvua sekä OP-Tuottoa Matti Rusanen. Näissä rahastoissa oli yhteensä sijoitettuna 233 miljoonaa markkaa eli 40 miljoonaa euroa.

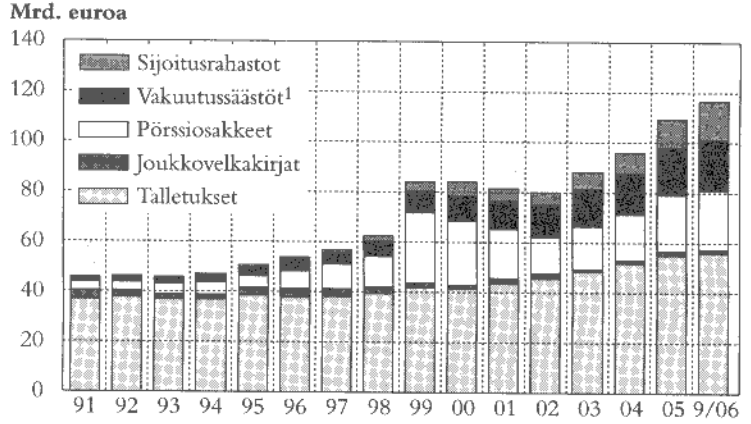
Neljä vuotta historiaa oli tuolloin takanaan osakemarkkinoille sijoittavalla OP-Pirkka-rahastolla, jonka salkunhoitajana toimi nykyinen Osuuspankkikeskuksen johtokunnan jäsen Harri Nummela. Rahastoon oli saatu kerättyä 10 miljoonaa markkaa eli alle 2 miljoonaa euroa. Tänään samaisessa rahastossa on 31 300 osuudenomistajaa ja 250 miljoonaa euroa pääomia.

Esimerkit antavat kuvan siitä, miten rahastomarkkinat ovat muuttuneet dramaattisesti viimeisen kymmenen vuoden aikana. Erityisesti pankkien rahastoyhtiöiden koko ja merkitys on ollut voimakkaassa kasvussa. Pelkästään kolme suurinta rahastoyhtiötä (Nordea, Sampo ja OP) hallinnoivat vuonna 2007 yli kolmea neljäsosaa koko markkinasta.



Kuvio 18. Suomalaisten Rahastoyhtiöiden markkinaosuudet 31.7.2007.

Suomalaiset sijoitusrahastot ovat toki edelleen pieniä paitsi kansainvälisessä vertailussa myös suhteessa muihin sijoituseriin maassamme. Kotitalouksen finanssivarallisuudesta leijonanosa on perinteisesti ollut pankkitileillä, joilla tällä hetkellä on noin 54 miljardia euroa pelkästään yksityishenkilöiden säästöjä. Tässä suhteessa kotitalouksien 18 miljardin euron sijoitukset kaikissa erityyppisissä sijoitusrahastoissa eivät ole suuri määrä. Esimerkiksi Ruotsiin verrattuna suomalaiset kotitaloudet pitävät selvästi enemmän rahoja pankkitileillä. Osakkeita meikäläisillä on suurin piirtein yhtä paljon taloutta kohti kuin ruotsalaisilla. Vastaavasti sijoitusrahastoja ja vakuutussäästöjä suomalaisilla on alle viidesosa siitä, mitä ruotsalaisilla keskimäärin.



[1] Vakuutussäästöihin on tässä laskettu yksityishenkilöiden ottamat säästövakuutukset ja yksilölliset eläkevakuutukset.

Kuvio 19. Suomalaisten kotitalouksien rahoitusvarallisuuden kehitys 1991–2006 (lähde: Pankkiyhdistys).

Rahastomarkkinat ovat kasvaneet voimakkaasti Euroopassakin viime vuosien aikana. Rahastoteollisuuden lupaavat kasvunäkymät ovat luonnollisesti houkutelleet alalle lukuisia uusia yrittäjiä. Tämän seurauksena kilpailu markkinoilla on kovaa, ja kiristynyt kilpailu on tuonut mukanaan monia muutoksia: rahastojen suorituskyvyn mittaaminen on yleistynyt, sijoitusinstrumentit ovat kehittyneet kaikilla markkinapaikoilla ja rahastojen sisäistä tehokkuutta on pyritty kasvattamaan.

On ennakoitu, että skaalaetujen vuoksi omaisuudenhoitotalojen tulee olla volyymiltaan suuria kahdesta syystä: isot varainhoitotalot pystyvät houkuttelemaan parhaat asiantuntijat ja isot talot kestävät paremmin markkinoiden romahduksia kuin pienet. Alalla vaadittavat teknologiainvestoinnit vaativat suuria pääomia, mikä tarkoittaa etua suurille yhtiöille. On ennakoitu, että Eurooppaan jäisi vain muutama iso finanssitalo hallitsemaan markkinoita. Voimme kuitenkin havaita, että markkinoille syntyy jatkuvasti uusia palvelun tarjoajia, jotka perustavat toimintansa johonkin erityisosaamiseen. Joustavan teknologian kehittyminen mahdollistaa myös sen, että pienetkin yhtiöt voivat kilpailla suurten yhtiöiden kanssa tietyissä tuotesegmenteissä. On-line-välitys osakemarkkinoilla on tästä hyvä esimerkki.

Markkinoinnin kasvanutta roolia rahastoteollisuudessa ei voi liikaa korostaa. Tähän on olemassa selkeät syyt. Sijoitusrahastot suunnataan yhä laajemmalle yleisölle, ja kotitalouksien edustajat alkavat pikku hiljaa ymmärtää, mitä rahastot ovat ja miten niitä voi hyödyntää. Markkinoinnin tärkeys on muuttanut myös rahastoyhtiöiden taktiikkaa uusien osuudenomistajien houkuttelemisessa: potentiaalisten asiakkaiden varallisuuden selvittäminen ja juuri tietylle asiakasryhmälle kohdennettujen tuotteiden tarjoaminen on arkipäivää. Erityisesti pankit ja vakuutusyhtiöt käyttävät tällaisia menetelmiä aktiivisesti laajojen tietokantojensa avulla.

Viime kädessä kaikki markkinointi sijoitusrahastojen kohdalla palautuu rahaston suorituskykyyn ja rahastoyhtiön tarjoamiin palveluihin. Kaikkialla Euroopassa riippumattomien rahastojen suorituskyvyn mittaajien rooli on ollut kasvussa. Osa markkinoinnin kasvanutta roolia on myös rahastojen erilaistuminen, differointi. Rahastot pyrkivät erottautumaan toisistaan joko tavoitteidensa tai sijoituspolitiikkansa avulla. Lisäksi rahastoyhtiöt käyttävät erityyppisiä analyysimenetelmiä, jotka tuottavat erilaisia tuloksia markkinoiden eri sykleissä. Suomessa rahastojen differointi on näkynyt jo jonkin aikaa: uusia rahastotyyppejä vipurahastoista erikoissijoitusrahastoihin on syntynyt nopeasti.

Samaan aikaan, kun markkinoille on tullut uusia salkunhoitajan erityisosaamiseen perustuvia hedge-fundeja, rahastojen toiminnan entistä parempi läpinäkyvyys ja selkeys ovat nousemassa entistä tärkeämpään rooliin ns. tavallisissa sijoitusrahastoissa. Erityisesti Yhdysvalloissa ja Isossa-Britanniassa monet rahastoyhtiöt tiedottavat aktiivisesti asiakkailleen, mitä sijoituspäätöksiä ne tekevät ja miksi. Myös lainsäädännölliset syyt edellyttävät rahastoilta entistä suurempaa läpinäkyvyyttä. Suomessa on aivan viime vuosina tullut rahastoyhtiöille uusia vaatimuksia erilaisten tuotto- ja riskitunnuslukujen raportoinnista.

Suomen Sijoitusrahastoyhdistys on yhdessä Rahoitustarkastuksen kanssa ollut aktiivinen uusien sääntöjen ja ohjeiden kehittämisessä. Esimerkiksi rahastojen kiertonopeus, riskitunnusluvut ja kokonaispalkkiot ovat tietoja, joita kaikilta rahastoyhtiöiltä vaadittiin raportoitavaksi ensimmäisen kerran vuonna 2003.

3

Mikä on sijoitusrahasto?

3.1 Sijoitusrahastojen toimintaperiaatteet

Sijoitusrahaston toimintaperiaate on yksinkertainen: säästäjien varoja kerätään yhteen ja varat sijoitetaan eri arvopapereihin, jotka muodostavat rahaston. Rahasto jakaantuu keskenään yhtä suuriin osuuksiin, jotka tuottavat yhtäläiset oikeudet rahastossa olevaan omaisuuteen.

Sijoitusrahaston sijoitustoimintaa ja hallintoa hoitaa erityinen osakeyhtiömuotoinen rahastoyhtiö, jolla voi olla hoidossaan useita eri rahastoja. Sijoitusrahastolaki määrittelee rahastoyhtiön roolin seuraavasti:

Sijoitusrahastolain 4 luku

Rahastoyhtiön toiminta ja tehtävät

23 §

Rahastoyhtiö voi perustaa yhden tai useamman sijoitusrahaston. Rahastoyhtiöt eivät saa perustaa yhteistä sijoitusrahastoa.

Sijoitusrahastolla on oltava säännöt. Sijoitusrahaston säännöistä ja niiden muuttamisesta päättää rahastoyhtiön hallitus.

25 §

Sijoitusrahaston varat kuuluvat rahasto-osuudenomistajille. Rahasto-osuudenomistajat eivät vastaa henkilökohtaisesti sijoitusrahastoa koskevista velvoitteista.

Rahastoyhtiön on pidettävä sijoitusrahaston varat erillään rahastoyhtiön omaisuudesta antamalla ne säilytysyhteisön säilytettäväksi. Sijoitusrahaston varoja ei saa ulosmitata rahastoyhtiön velasta.

Rahastoyhtiö edustaa omissa nimissään sijoitusrahastoa. Sijoitusrahastoa koskevissa oikeustoimissa on mainittava, minkä sijoitusrahaston puolesta rahastoyhtiö toimii.

Luvussa 1 käsiteltiin rahastosijoittamisen perusperiaatetta, jossa keskeistä on se, että rahaston varat kuuluvat rahasto-osuudenomistajille ja rahaston varat on pidettävä erillään rahastoyhtiön omaisuudesta. Tämä on kerrottu rahastolaissakin selvästi. Tällä lain kohdalla on tärkeä tarkoituksensa: sijoitusrahastoon rahojaan laittava ei ota rahastoyhtiön omien varojen hoidosta aiheutuvaa riskiä kantaakseen, koska rahastoyhtiö ei voi ottaa varallisuutta omien vastuidensa kattamiseen. Sen tehtävä on vain hallinnoida rahaston varoja.

Sijoitusrahastolaissa määritellään sijoitusrahastotoiminnan tarkoittavan varojen hankkimista yleisöltä (lue: sijoittajilta) yhteistä sijoittamista varten ja näiden varojen sijoittamista pääasiallisesti rahoitusvälineisiin. Lisäksi sijoitusrahaston hallinto kuuluu rahastotoimintaan. *Rahoitusvälineet* määritellään erikseen, mutta tässä yhteydessä riittää sen toteaminen, että ne ovat erilaisia sijoituskohteita, osakkeita, korkoinstrumentteja ja johdannaissopimuksia.

Laissa edellytetään, että sijoitusrahastolla tulee olla säännöt. Niiden osalta laissa (41 §) on määritelty kysymykset, joihin säännöissä ainakin tulee olla vastaus. Seuraavassa on esimerkki yhdestä rahastosta (FIM India) ja muutamista kohdista rahaston sääntöjä, jotka on hyväksytty FIM Rahastoyhtiön hallituksessa toukokuussa 2005.

FIM INDIA SIJOITUSRAHASTO (säännöt 13.2.2006)

1 § Sijoitusrahasto

Sijoitusrahaston nimi on FIM India Sijoitusrahasto, ruotsiksi FIM India Placeringsfond ja englanniksi FIM India Fund (jäljempänä rahasto).

2 § Rahastoyhtiö ja säilytysyhteisö

Rahaston hallinnosta vastaa FIM Varainhoito Oy ja rahaston säilytysyhteisönä toimii FIM Pankkiiriliike Oy.

3 § Asiamiehen käyttö

Rahastoyhtiö voi ulkoistaa toimintaansa asiamiesten tehtäväksi. Rahastoesitteissä (rahastoesitteessä ja yksinkertaistetussa rahastoesitteessä) on ilmoitettu, miltä osin rahastoyhtiö kulloinkin käyttää asiamiestä.

Rahaston säännöistä käy ilmi mm. se, mikä yhtiö vastaa rahaston hallinnosta. Tämän nimenomaisen rahaston salkunhoitajana toimii FIM Varainhoito Oy, joka on juridisesti eri yhtiö kuin FIM Rahastoyhtiö Oy. Säännöissä kerrotaan, että rahastoyhtiö voi ulkoistaa toimintaansa asiamiesten tehtäväksi. Samassa yhteydessä viitataan yksinkertaistettuun rahastoesitteeseen, joka on kaksisivuinen tiivistelmä rahaston sijoitustoiminnan tavoitteista ja mm. rahaston palkkioista.

FIM on ollut maaliskuusta 2007 lähtien osa pohjoismaista Glitnir-rahoituskonsernia. Rahoitustarkastus myönsi 21.8.2007 FIM-konserniin kuuluvalle FIM Pankkiiriliike Oy:lle luottolaitoksen toimiluvan ja oikeuden toimia suomalaisena talletuspankkina. Samassa yhteydessä FIM Pankkiiriliikkeen nimi muuttui, ja yhtiö jatkaa toimintaansa nimellä Glitnir Pankki Oy. FIM Indian sääntöjä tullaan todennäköisesti muuttamaan tältä osin, mutta rahastosijoittajien asemaan muutoksella ei ole vaikutusta eikä sijoittajien tarvitse aktivoitua mitenkään sen vuoksi, että Glitnir on ostanut FIM-konsernin. Yleensäkin omistus-, nimi- tms. muutosten yhteydessä rahastosijoittajien ei normaalitilanteessa tarvitse välttämättä reagoida mitenkään, rahastoyhtiön intressinä on tehdä sijoittajien elämä mahdollisimman helpoksi.

3.2 Rahastojen kulut

Rahastoyhtiön liikevaihto muodostuu sijoitusrahastojen merkintä-, lunastus- ja hallinnointipalkkioista. Sijoitusrahastolaissa on määritelty minimivaatimukset rahastojen säännöille. Niistä tulee selvitä mm. perusteet korvauksesta, jonka rahastoyhtiö ja säilytysyhteisö saavat toiminnastaan. Seuraavassa on esimerkkinä ote rahaston säännöistä:

FIM INDIA SIJOITUSRAHASTO (www.fim.com)

18 § Enimmäispalkkiot rahastoyhtiölle ja säilytysyhteisölle

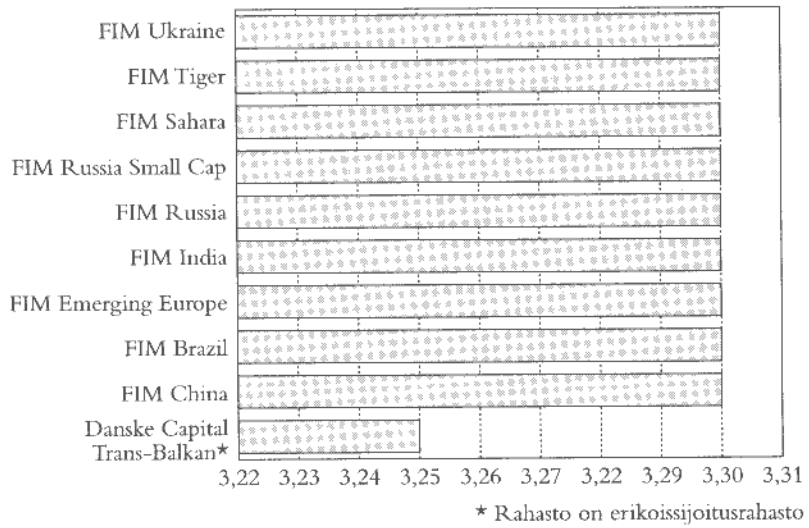
Rahastoyhtiö saa korvauksena toiminnastaan hallinnointipalkkion, joka on enintään 3,0 % laskettuna rahaston arvosta. Palkkion määrä lasketaan kunakin arvonlaskentapäivänä edellisen arvonlaskentapäivän rahaston arvosta (3,0 %/kuluvan vuoden pankkipäivien lukumäärä). Summa vähennetään rahaston arvosta arvon laskemisen yhteydessä ja palkkio maksetaan rahastoyhtiölle kuukausittain jälkikäteen.

Rahaston arvopapereiden säilyttämisestä ja säilytysyhteisön muista lakiin perustuvista tehtävistä maksetaan säilytysyhteisölle rahaston varoista kuukausittain palkkio, joka perustuu säilytysyhteisön ja rahastoyhtiön väliseen säilytyssopimukseen. Säilytyspalkkio on enintään 0,5 % vuodessa laskettuna rahaston arvosta. Palkkion määrä lasketaan kunakin arvonlaskentapäivänä edellisen päivän rahastopääoman arvosta (0,5 %/kuluvan vuoden pankkipäivien lukumäärä). Summa vähennetään rahaston arvosta arvon laskemisen yhteydessä ja palkkio maksetaan säilytysyhteisölle kuukausittain jälkikäteen.

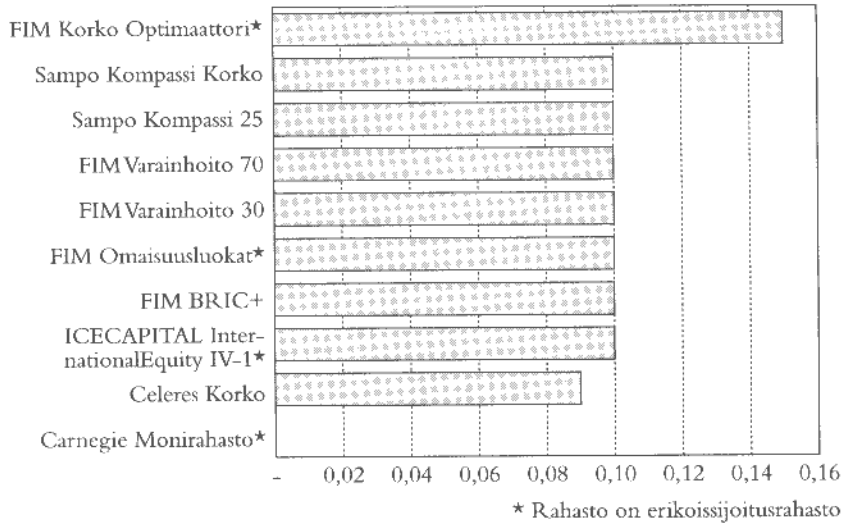
Tieto kulloinkin sovellettavista palkkioista on saatavilla rahastoyhtiöstä sen aukioloaikoina tai rahastoesitteistä.

FIM Indian säännöissä määritellään maksimipalkkiot, mutta rahastoesitteestä nähdään kulloinkin voimassa olevat palkkiot. Keväällä 2006 näemme yksinkertaistetusta rahastoesitteesta, että FIM Indian hallinnointi- ja säilytyspalkkio on yhteensä 3,3 prosenttia, vaikka sääntöjen mukaan hallinnointipalkkio voisi olla 3 prosenttia ja säilytyspalkkio 0,5 prosenttia. Merkintäpalkkio kertasijoituksessa (minimi 1 000 euroa) on 2 prosenttia ja lunastuspalkkio samoin 2 prosenttia. Kuukausisäästäjälle minimisijoitus on 35 euroa kuukaudessa.

Sijoitusrahastojen palkkiot vaihtelevat paljon rahastojen ja rahastoyhtiöiden välillä. Seuraavissa kahdessa kuviossa on esitetty Rahastoraportin tietojen perusteella hallinnointi- ja säilytyspalkkioiden kannalta kalleimmat ja halvimmat sijoitusrahastot kaikkiaan 633 rahaston joukosta.



Kuvio 20. Kiinteältä hallinnointi- ja säilytyspalkkioltaan kalleimmat Suomeen rekisteröidyt sijoitusrahastot 31.7.2007 luvut prosentteja pääomasta p.a. (lähde: Rahastoraportti).



Kuvio 21. Kiinteältä hallinnointi- ja säilytyspalkkioltaan edullisimmat Suomeen rekisteröidyt sijoitusrahastot 31.7.2007, luvut prosentteja pääomasta p.a. (lähde: Rahastoraportti).

Voidaan havaita, että rahastojen palkkioissa on suuria eroja. Tässä kohdin huomio kiinnittyy suureen palkkioiden vaihteluväliin. Suurelta osalta vaihteluväli selittyy sillä, että mukana on myös ns. rahastojen rahastoja, joilla itsellään voi olla pieni hallinnointipalkkio, mutta tämän palkkion lisäksi rahastoyhtiö perii varsinaisista rahastoista myös hallinnointipalkkion. Erityisen selvästi tämä näkyy rahastossa Carnegie Monirahasto, jonka hallinnointipalkkio on nolla. Miten on mahdollista, että rahastoyhtiö tarjoaa palveluitaan ilmaiseksi?

Siitä ei olekaan kysymys. Carnegie Monirahasto on erikoissijoitusrahasto, joka sijoituspolitiikkansa mukaisesti sijoittaa pääosan varoista Carnegien kansainvälisiin ja kotimaisiin osakerahastoihin. Osakerahastojen paino voi markkinatilanteen mukaan vaihdella välillä 80 %–100 %. Rahaston vertailuindeksinä on OMX Helsinki Cap GI ja MSCI World–indeksin painotettu (30 % / 70 %) keskiarvo. Rahaston hallinnointipalkkio muodostuu kulloinkin käytössä olevista rahastoista. Erillistä Monirahaston palkkiota ei veloiteta.

RAHASTOJEN RAHASTO: CARNEGIE MONIRAHASTO (www.carnegie.fi)

Sijoituspolitiikka

Carnegie Monirahasto sijoittaa muihin Carnegien kansainvälisiin ja kotimaisiin osakerahastoihin. Osakerahastojen paino voi vaihdella välillä 80–100 %, jolloin epävarmassa markkinatilanteessa rahamarkkinoille voidaan sijoittaa 20 % rahaston varoista. Carnegie Monirahaston tavoitteena on saada sijoitetuille varoille vertailuindeksiään parempi tuotto.

Rahasto tarjoaa kattavan osakevarainhoidon, jolla aisakas voi vaivattomasti hajauttaa sijoituksensa myös kansainvälisille osakemarkkinoille. Rahasto on sijoittajalle verotuksellisesti tehokas, sillä rahaston muuttaessa sijoitusten jakaumaa, ei tapahtumasta realisoidu verotettava voittoja. Tuottoa verotetaan vasta rahasto-osuuksia lunastettaessa.

Rahasto on sijoitustoiminnassaan onnistunut hienosti, sillä heinäkuun 2007 lopussa rahaston vuosituotto toiminnan alusta lähtien oli 19,1 prosenttia, kun samaan aikaan vertailuindeksi oli tuottanut vain 0,4 prosenttia. Rahasto sai sekä Morningstarilta että Stardard & Poorsilta täydet

viisi tähteä. Rahastojen eri luokituksista kerrotaan enemmän luvussa 5 (s. 136).

Carnegie Monirahasto on ääritapaus, sillä yleensä rahastojen rahastoillakin on oma erillinen, joskin yleensä melko pieni (noin 0,3 %) hallinnointipalkkio. Viime aikoina yleistyneet rahastojen rahastot selittävät paljolti sen, miksi mm. kansainvälisten yhdistelmärahastojen hallinnointipalkkiot vaikuttavat keskiarvoina pienemmiltä kuin suomalaisten yhdistelmärahastojen palkkiot. Nykyään moni kansainvälinen yhdistelmärahasto on nimenomaan rahastojen rahasto. Mm. Sammon kompassi-rahastot ovat rahastojen rahastoja. Kompassi 25:n hallinnointipalkkio (0,10 %) on rahaston salkunhoitajan palkkio allokaatiopalvelusta, jota hän asiakkaiden puolesta tekee.

RAHASTOJEN RAHASTO: SAMPO KOMPASSI 25
(www.rahastot.fi)

Sampo Kompassi 25 on sijoitusrahasto, jonka varat sijoitetaan muiden rahastojen osuuksiin. Rahaston varoista sijoitetaan keskimäärin 75 % euromääräisiin korkoinstrumentteihin ja 25 % kansainvälisiin osakkeisiin. Sijoituksista on keskimäärin 5 % suomalaisissa, 10 % muissa eurooppalaisissa, 7,5 % pohjoisamerikkalaisissa ja 2,5 % Aasian ja Tyynen valtameren alueen osakkeissa. Rahasto sopii sijoittajalle, joka tavoittelee pelkkää korkosijoitusta parempaa tuottoa, mutta ei halua ottaa paljon riskiä sekä haluaa käyttää rahaston sijoitusasiantuntemusta varojensa hajauttamisessa eri sijoituskohteiden kesken. Suositeltava sijoitusaika rahastoon on yli kaksi vuotta. Koska rahasto on nk. rahastojen rahasto, veloitetaan rahaston hallinnointipalkkion lisäksi sijoituskohteena olevien rahastojen perimät hallinnointipalkkiot.

Sampo Kompassi 25 -rahaston suurimmat sijoitukset elokuulta 2007 osoittavat, että rahasto todella sijoittaa varansa muihin sijoitusrahastoihin:

Suurimmat omistukset 22.08.2007 (yhteensä 767 miljoonaa euroa)		
1	Sampo Korko K	16,30 %
2	Sampo Yhteisökorko Plus K	11,58 %
3	Mandatum Euro Yrityslaina K	10,69 %
4	Sampo Yhteisöobligaatio K	9,21 %
5	Sampo Pohjois-Amerikka Osake K	4,85 %
6	Sampo Eurooppa Osake K	4,36 %
7	Mandatum Euro Government Bond Index K	4,33 %
8	Mandatum Neutral K	4,15 %
9	Mandatum Euro High Yield K	3,95 %
10	Sampo Suomi Osake K	3,91 %
11	Mandatum Omega K	3,13 %
12	Sampo Obligaatio K	2,54 %
13	ING Renta Fund – Emerging Markets Debt	2,45 %
14	Mandatum US Small Cap Value K	1,60 %
15	BLACKROCK GLOBAL HIGH YIELD BOND FUND	1,51 %

Tarkemman yleiskuvan rahastojen perimistä merkintä-, lunastus- ja hallinnointipalkkioista saa Rahastoraportista (www.sijoitustutkimus.fi -> rahastoraportti), ja jos jonkin rahaston palkkiot kiinnostavat enemmän, rahastojen säännöt ja esitteet löytyvät nykyään helposti vaikkapa Internetistä. Monia sijoittajia kiinnostavat todennäköisesti myös minimisijoitussummat, sillä pienet hallinnointipalkkiot voivat edellyttää vain institutionaaliselle sijoittajalle mahdollisia varallisuuseriä. Minimisijoitussummatkin löytyvät Rahastoraportista.

3.3 Rahastotoiminnan vakavaraisuus

Vaikka sijoitusrahaston varat ovat erillään rahastoyhtiön varoista ja veloista, rahastoyhtiön vakavaraisuudelle on asetettu tietyt minimivaatimukset. Rahastoyhtiöllä tulee olla osakepääomaa toiminnan edellyttämä riittävä määrä.

Sijoitusrahastolain 6 § (2.4.2004/224)

Rahastoyhtiön osakepääoman on oltava vähintään 125 000 euroa. Osakepääoman on oltava kokonaan merkitty toimilupaa myönnettäessä.

Rahastoyhtiöltä on oltava edellä 1 momentissa säädetyn vähimmäispääoman lisäksi omia varoja 0,02 sadasosaa määrästä, jolla sen hallinnoimien sijoitusrahastojen yhteenlaskettu arvo ylittää 250 miljoonaa euroa. Rahastoyhtiön omien varojen kokonaismäärän ei kuitenkaan tarvitse ylittää 10 miljoonaa euroa.

Sijoitusrahastolaissa on myös muita vaatimuksia vakavaraisuudesta ja riskien hallinnasta. Laki (30a §) edellyttää, että rahastoyhtiö ei saa toimin-

nassaan ottaa niin suurta riskiä, että siitä aiheutuu olennaista vaaraa vakavaraisuudelle. Rahastoyhtiöltä edellytetään lisäksi, että sillä on toimintaansa nähden riittävä sisäinen valvonta ja riittävät riskienhallintajärjestelmät.

Sijoitusrahastolain mukaan rahastoyhtiö voi perustaa yhden tai useamman sijoitusrahaston, ja käytännössä moni suomalainenkin rahastoyhtiö hallinnoi useita rahastoja.

Jotta rahastoyhtiöt eivät intoutuisi lanseeraamaan määrättömästi uusia rahastoja, yksittäiselle rahastolle on määrätty tiettyjä minimivaatimuksia. Sijoitusrahaston pääoman on oltava vähintään kaksi miljoonaa euroa, ja sillä on oltava ainakin 50 osuudenomistajaa. Jos nämä vaatimukset eivät täyty, rahastoyhtiön on pyydettävä Rahoitustarkastukselta poikkeuslupaa ja esitettävä määräaika, jonka kuluessa sekä pääoman että osuudenomistajien vähimmäismäärä saavutetaan. Tällaisia poikkeuslupia jotkin rahastoyhtiöt joutuivat hakemaan erityisesti 2000-luvun alussa, kun pörssien nousukaudella oli ideoitu uusia rahastoja, joihin ei sitten kurssilaskun aikana löytynytkään sijoittajia.

Sijoitusrahastolain mukaan kultakin tilikaudelta on laadittava erikseen rahastoyhtiön ja kunkin sijoitusrahaston osalta oma tilinpäätös, joka käsittää tuloslaskelman, taseen, tuloslaskelman ja taseen liitteenä ilmoitettavat tiedot sekä toimintakertomuksen. Tilintarkastajan on vähintään kuusi kertaa vuodessa tarkastettava rahasto-osuuden arvon laskennan oikeellisuus. Tämän lisäksi rahastotoimintaa valvoo *säilytysyhteisö*, jonka toiminnasta ja tehtävistä määrätään myös sijoitusrahastolaissa. Aikaisemmin esimerkkinä mainitun FIM India -rahaston säilytysyhteisöksi mainittiin säännöissä FIM Pankkiiriliike Oy. Sijoitusrahastolain mukaan säilytysyhteisön tehtävänä on:

- säilyttää sijoitusrahaston varat
- noudattaa rahastoyhtiön antamia toimeksiantoja, jos ne eivät ole lain, viranomaismääräysten tai sijoitusrahaston sääntöjen vastaisia
- varmistua siitä, että rahasto-osuuksien arvo lasketaan lain, viranomaismääräysten ja sijoitusrahaston sääntöjen mukaisesti
- varmistua siitä, että rahasto-osuuksien liikkeeseenlaskuissa ja lunastuksissa noudatetaan lakia ja sijoitusrahaston sääntöjä

- huolehtia siitä, että sijoitusrahaston varoja koskeviin toimiin liittyvät vastikkeet suoritetaan yleisesti käytössä olevassa määräajassa sekä
- varmistua siitä, että sijoitusrahaston tuotot käytetään lain ja sijoitusrahaston sääntöjen mukaisesti.

Sijoitusrahaston varoihin kuuluvien osakkeiden tuottamaa äänivaltaa käyttää rahastoyhtiön työntekijä, yleensä salkunhoitaja.

Sijoitusrahastolain 29 §

Rahastoyhtiön hallituksen on hyväksyttävä tavoitteet ja toimintatavat sijoitusrahaston varoihin kuuluvien osakkeiden tuottaman äänioikeuden käyttämisestä osakeyhtiön yhtiökokouksessa. Omistajaohjauksen tavoitteet on ilmoitettava rahastoesitteessä. Sijoitusrahaston vuosikertomuksessa on esitettävä tiedot siitä, miten sijoitusrahastolle kuuluvaa äänioikeutta on käytetty.

Rahastolaki lähtee siis siitä, että rahastoyhtiön hallitus hyväksyy yleiset toimintaperiaatteet, eikä se ota kantaa jokaiseen yksittäiseen yhtiökokoukseen. Näiden periaatteiden täytyy kuitenkin käydä ilmi rahastoesitteestä, jotta osuudenomistaja tietää, millä periaatteilla hänen omistamansa rahaston äänioikeutta käytetään. Suomen Sijoitusrahastoyhdistys ry:n hallitus hyväksyi vuonna 2003 suosituksen rahastoyhtiöiden omistajapolitiikasta. Yhdistys suosittaa, että

- yhdistyksen jäsenyhtiöt, lähtökohtanaan kunkin rahastoyhtiön omat edellytykset, huolehtivat omistajavastuustaan osallistumalla omistajaohjaukseen rahasto-osuudenomistajien yhteiseksi eduksi
- rahastoyhtiöt osallistuvat niiden yhtiöiden yhtiökokouksiin, joissa niiden hallinnoimilla rahastoilla on merkittäviä ja pidempiaikaisia omistuksia sekä käyttää niissä äänioikeuttaan silloin, kun se on osuudenomistajien edun kannalta perusteltua
- rahastoyhtiöt pyrkivät vaikuttamaan siihen, että niissä yhtiöissä, joihin rahastoyhtiöiden hallinnoimat rahastot sijoittavat, on riittävän ammattitaitoinen ja vastuuntuntoinen hallitus ja että hallituksen jäsenillä on riittävästi aikaa tehtäviensä hoitamiseen
- rahastoyhtiöt pyrkivät vaikuttamaan siihen, että hallituksen jäsenten nimitysprosessin periaatteet julkistetaan ja että valintaprosessi toimii tehokkaasti

- jokainen rahastoyhtiö laatii ja julkistaa omistajaohjausta koskevat periaatteensa. Osuudenomistajilla on aina oikeus tietää, minkälaisten periaatteiden mukaisesti rahastoyhtiö toimii rahaston edustajana
- rahastoyhtiöt tiedottavat merkittävimmät yksittäiset omistajavallan käyttöä koskevat toimenpiteensä ja kannanottonsa osuudenomistajille tarkoituksenmukaisella tavalla.

Suosituksen taustalla on se, että sijoitetun varallisuuden kasvaessa korostuu myös rahastojen asema omistajina sijoittamisen kohteena olevissa yhtiöissä. Rahasto-osuudenomistajien yhteisen edun määritteleminen tarkasti on vaikea tehtävä. Mistä rahastoyhtiö tietää, miten rahaston osuudenomistajat haluaisivat rahaston äänivaltaa käytettävän? Entä miten toimia tilanteessa, jossa osuudenomistajat ovat eri mieltä parhaasta mahdollisesta ratkaisusta? On kohtuullisen todennäköistä, että 50 000 osuudenomistajaa ei voi olla kaikista yhden yrityksen asioista samaa mieltä.

Rahastoyhtiöt poikkeavat muista sijoittajista myös siinä, että rahaston pääoma vaihtelee vapaasti (muista, että rahasto on ns. "open end"), jolloin rahastolla tulee aina olla valmius ostaa ja myydä arvopapereita, koska sijoittajat voivat koska tahansa merkitä uusia rahasto-osuuksia tai vaatia omistamiaan lunastettavaksi. Sijoitusrahastolaki rajoittaa yksittäisen sijoituskohteen maksimipainoa rahaston salkussa, jolloin arvopaperin arvon noustessa voimakkaasti rahasto voi joutua myymään sitä pelkästään siitä syystä, että se ei rikkoisi sijoitusrajoja. Mm. näistä syistä omistajaohjauksen periaatteet täytyy jättää kohtuullisen yleiselle tasolle, ja rahastoyhtiön henkilökunnalle jää vastuu siitä, että omistajavaltaa käytetään oikein pitkän aikavälin tuoton maksimoimiseksi.

3.4 Sijoitusrahastotyypit

Sijoitusrahastolaissa määrätään siitä, miten rahaston varat voidaan sijoittaa. Laki edellyttää, että
- rahastoyhtiön on hajautettava sijoitustoiminnasta aiheutuvat riskit
- rahastolla on aina oltava toiminnan edellyttämät käteisvarat ja
- rahaston varat voidaan sijoittaa arvopapereihin ja rahamarkkinavälineisiin, joilla käydään kauppaa julkisella markkinapaikalla.

Rahastoyhtiö saa sijoittaa enintään yhden kymmenesosan rahaston varoista sellaisiin kohteisiin, joilla ei käydä julkisesti kauppaa. Suomen Sijoitusrahastoyhdistys on antanut suosituksen tällaisten ei-noteerattujen sijoituskohteiden arvonmäärityksestä.

Hajautuksen osalta laki edellyttää, että rahaston varoista ei voida sijoittaa enempää kuin kymmenen prosenttia saman liikkeeseenlaskijan (lue: yrityksen) arvopapereihin. Laissa (73 §) määrätään lisäksi, että sellaisia sijoituksia saman liikkeeseenlaskijan arvopapereihin tai rahamarkkinavälineisiin, jotka ylittävät yhden kahdeskymmenesosan sijoitusrahaston varoista, saa yhteensä olla enintään kaksi viidesosaa sijoitusrahaston varoista. Mitä tämä tarkoittaa käytännössä?

Ensinnäkin yhden yrityksen arvopapereihin ei saa sijoittaa enempää kuin kymmenen prosenttia. Tämän säännön mukaan rahastossa tulee olla aina vähintään kymmenen yrityksen arvopapereita. Lisävaatimus edellyttää vielä suurempaa hajautusta. Kaksi viidesosaa eli 40 prosenttia rahaston varoista voi olla sellaisten yritysten arvopapereissa, joissa on yli kahdeskymmenesosa eli viisi prosenttia. Tämä tarkoittaa käytännössä sitä, että maksimissaan neljän yrityksen arvopapereissa voi olla kymmenen prosenttia. Loput muodostavat sitten vähintään 60 prosenttia. Kun näissä kohteissa ei enää saa olla yli viittä prosenttia rahaston varoista, tulee loput sijoittaa vähintään 12 yrityksen arvopapereihin. Tämä kaikki tarkoittaa sitä, että rahastossa tule olla aina vähintään 16 liikkeeseenlaskijan arvopapereita. Vaatimus ei kuitenkaan koske esimerkiksi Suomen valtion tai suomalaisen kunnan arvopapereita tai rahamarkkinavälineitä, joihin rahasto voi sijoittaa 35 prosenttia varoistaan.

Sijoitusrahastoja voidaa luokitella monella eri tavalla. Yksi yleinen tapa on tehdä se rahaston sijoitustyylin mukaan.

3.4.1 Korkorahastot

1. *Lyhyen koron rahastot eli ns. rahamarkkinarahastot.* Lyhyen koron rahastot sijoittavat varansa rahamarkkinasijoituksiin, esimerkiksi valtion tai pankkien tai yritysten liikkeeseen laskemiin korkoinstru-

mentteihin, joiden laina-aika on enintään vuosi. Rahastojen tavoitteena on yleensä pitkällä aikavälillä ylittää kolmen kuukauden euribor-koron tuotto.

2. *Pitkän koron rahastot.* Pitkän koron rahastot sijoittavat varansa pääosin pitkäaikaisiin (laina- eli juoksuaika yli vuosi) esimerkiksi valtion, julkisyhteisöjen tai yritysten liikkeeseen laskemiin joukkovelkakirjalainoihin. Valtion ja julkisyhteisöjen lainoihin sijoittavia rahastoja kutsutaan myös obligaatiorahastoiksi.
3. *Keskipitkän koron rahastot.* Keskipitkän koron rahasto on korkorahasto, joka sijoittaa sekä lyhyt- että pitkäaikaisiin korkoinstrumentteihin sen mukaan, millaiset korkomarkkinoiden tuotto-odotukset ovat. Kyseessä on siten lyhyen ja pitkän koron sijoituksia tekevä yhdistelmäkorkorahasto. Rahastoraportissa keskipitkän koron rahastot luokitellaan nykyään samaan luokkaan pitkän koron rahastojen kanssa. Aihetta käsitellään lisää luvussa 4 (s. 91).

Näiden lisäksi yksi korkorahastoluokka mm. Rahastoraportissa on yrityskorkorahastot, joiden varat sijoitetaan pääsääntöisesti yritysten liikkeeseenlaskemiin korkopapereihin. Kesällä 2007 kyseisessä luokassa oli 27 rahastoa, joista vain 13 oli toiminut viisi vuotta. Tämän viiden vuoden aikana keskimääräinen vuosituotto yrityskorkorahastoissa on ollut 5,5 prosenttia, kun se on ollut euroalueen pitkän koron rahastoissa keskimäärin 3,3 prosenttia. Rahastojen riskisyyttä mitataan yleisesti ns. volatiliteetilla (josta lisää s. 85), joka on yrityskorkorahastoissa viimeisen vuoden aikana ollut keskimäärin 2,5 ja tavallisissa pitkän koron rahastoissa 2,4. Vaikka rahastojen tuotoista ja riskeistä ei näin lyhyen ajanjakson perusteella voida sanoa mitään lopullista, on kuitenkin hyvin ennustettavissa, että yrityskorkorahastojen suosio lähivuosien aikana kasvaa, mikä tietysti edellyttää itse markkinan eli yrityslainamarkkinan kehittymistä Euroopassa. Tästä onkin jo hyviä merkkejä nähtävissä.

On mahdollista, että yrityslainojen alhainen korrelaatio muiden omaisuusluokkien kanssa (esim. osakkeet, valtiolainat) antaa sijoittajalle mahdollisuuden laskea salkun kokonaisriskiä ilman, että kokonaistuotto laskee, tai vastaavasti nostaa salkun tuottoa lisäämättä kokonaisriskiä. Alla olevasta kaaviosta voidaan nähdä, kuinka yrityslainojen painon tulisi eri taloussuhdanteissa optimaalisessa salkussa suhteessa luottoriskittömiin

valtionlainoihin vaihdella. Yrityslainojen arvon vaihtelu taloussuhdanteissa johtuu yritysten taloudellisen aseman vaihtelusta. Esimerkiksi noususuhdanteessa riski yritysten maksuhäiriöistä pienenee, jolloin yrityslainojen kysyntä kasvaa ja niiden arvo nousee.

Talouden vaiheet	Laskevat korot	Nousevat korot
Yrityslainojen tuottoerot suhteessa valtionlainoihin pienenevät	Kasvu kiihtyy, korkotaso pohjalla, suhdanne kääntyy, työttömyys saattaa vielä nousta = *Ylipaino yrityslainoissa*	Kasvu kiihtyy voimakkaasti, korot nousevat, työttömyys laskee, luottoympäristö paranee = *Ylipaino yrityslainoissa*
Yrityslainojen tuottoerot suhteessa valtionlainoihin kasvavat	Kasvu heikkenee, korot kääntyvät laskuun, työttömyys kasvuun, luottoympäristö huononee = *Alipaino yrityslainoissa*	Kasvu taantuu, korot huippuun, työttömyys nousee, yritysten tulokset heikkenvät = *Alipaino yrityslainoissa*

3.4.2 Osakerahastot

Osakerahastot sijoittavat varansa pääasiassa osakkeisiin. Sijoitusrahastojen sijoituskohteiden tarkat valintaperiaatteet eli sijoituspolitiikka käy ilmi rahastoesitteestä.

Osakerahastot voidaan jaotella monin tavoin, esimerkiksi sijoituskohteiden maantieteellisen sijainnin, yhtiöiden toimialan tai yhtiön koon perusteella. Tietylle maantieteelliselle alueelle sijoituksensa kohdistavat sijoitusrahastot jaotellaan tavallisesti kotimaahan, euroalueelle, Eurooppaan ja maailmanlaajuisesti sijoittaviin sijoitusrahastoihin sekä ns. kehittyville uusille markkinoille, esimerkiksi Baltiaan, sijoittaviin sijoitusrahastoihin. Seuraavassa on aikaisemminkin esillä olleen FIM India -osakerahaston sijoituspolitiikka:

FIM INDIA – Intiaan sijoittava osakerahasto

Rahaston sijoitustoiminnan tavoite

Rahaston sijoitustoiminnan tavoitteena on aktiivisella omaisuudenhoidolla saada sijoitetuille varoille mahdollisimman hyvä pitkän aikavälin tuotto, joka

ylittää vertailuindeksin tuoton. Vertailuindeksinä käytetään MSCI India -indeksiä euroissa laskettuna.

Rahaston sijoituspolitiikka

Rahaston varat sijoitetaan pääasiassa intialaisiin tai sellaisten yhtiöiden, joille Intia on rahastoyhtiön arvion mukaan keskeinen markkina-alue, osakkeisiin ja osakesidonnaisiin arvopapereihin.

Rahasto pyrkii sijoittamaan mahdollisuuksien mukaan varojaan Intian ulkopuolella noteerattuihin intialaisten yritysten osakkeisiin minimoidakseen Intiassa rahastoista pidätettävän myyntivoiton veron.

Rahasto käyttää johdannaissopimuksia osana normaalia tavoitteiden mukaista sijoitustoimintaa. Rahaston sijoitusaste voi vaihdella 0–100 %:n välillä. Normaali sijoitusaste on yli 75 %.

Rahasto ei seuraa vertailuindeksiä sijoitustoiminnassaan.

Sijoitusrahasto voi sijoittaa varansa myös tietyntyyppisiin tai kokoisiin yhtiöihin, esimerkiksi suuriin ja vakaisiin maailmanlaajuisesti toimiviin yrityksiin eli blue chip -yhtiöihin taikka pieniin ja keskisuuriin yrityksiin eli small cap -yhtiöihin. Sijoitusrahasto voi myös erikoistua tietylle toimialalle, kuten metsäteollisuuteen, lääketeollisuuteen, biotekniikkaan tai telekommunikaatioon. Euroopassa uusin tapa jaotella osakerahastot on tehdä se sijoitustyylin perusteella. Yritykset voidaan jakaa value- (arvo-) ja growth- (kasvu-) yrityksiin sen mukaan, miten markkinat odottavat yritysten kasvattavan tulostaan. Yleisin ja rahoituksen alan tutkimuksissa käytetty tunnusluku on yrityksen markkina-arvon ja substanssiarvon suhde. Arvoyhtiöillä markkina-arvo on alhainen suhteessa taseesta laskettuun substanssiarvoon. Kasvuyhtiöllä tilanne on puolestaan päinvastainen. Tiivistetysti voidaan sanoa, että arvosijoittaja pyrkii ostamaan halvalla ja myymään kalliilla. Kasvuyrityksiin sijoittava ostaa kalliilla ja pyrkii myymään vielä kalliimmalla.

ARVORAHASTO: OSAKERAHASTO ARVO FINLAND VALUE (www.arvovalue.fi tai www.rahastot.fi)

Rahaston sijoituspolitiikka

Rahaston varat sijoitetaan suomalaisten tai Suomessa noteerattujen arvoyhtiöiden osakkeisiin. Arvoyhtiöiksi määritellään yhtiöt, joiden markkina-arvo on alhainen suhteessa oman pääoman kirja-arvoon. Osakevalinnoilla pyritään saavuttamaan pitkällä aikavälillä rahaston sijoituksille suomalaisten arvo-osakkeiden yleistä kehitystä parempi tuotto.

Rahaston riskiprofiili

Koska rahaston varat sijoitetaan osakkeisiin, voi rahasto-osuuden arvo vaihdella lyhyellä aikavälillä voimakkaasti. Sijoitusten hajautuksella pyritään pienentämään riskiä.

Kenelle rahasto sopii?

Rahasto sopii korkeaa tuottoa ja pääoman arvonnousua etsivälle sijoittajalle, jonka sijoitusaika on pitkä. Erityisesti rahasto sopii sijoittajalle, joka haluaa sijoittaa suomalaisiin arvo-osakkeisiin. Suositeltava sijoitusaika rahastoon on yli viisi vuotta.

Osakerahastojen tuottotavoite on sen sijoituskohteiden mukaisesti esimerkiksi jonkin tietyn alueen osakeindeksi tai toimialaindeksi. Suomeen sijoittavalla rahastolla tavoite voisi olla OMX Helsinki Cap -indeksin ja euroalueella Euro STOXX 50 -indeksin ylittäminen. Kaikilla rahastoilla ei ole vertailuindeksiä lainkaan, kuten aikaisemmin esillä ollut FIM India osoitti.

Monet rahastot käyttävät salkkujensa suojaamiseen johdannaisia (optioita tai termiinejä), mutta on myös olemassa rahastoja, jotka eivät näitä käytä. Tuottotavoite ja johdannaisten käyttö selviävät rahastoesitteestä ja säännöistä.

Yksi osakesijoittamisen ulottuvuus on passiivinen vs. aktiivinen salkunhoito. Arvopapereiden poiminnassa on samat vaihtoehdot kuin varojen allokoinnissakin: voi tyytyä passiiviseen lähestymistapaan tai kokeilla taitojaan aktiivisella salkunhallinnalla. Passiivista salkunhallintaa on kahdenlaista: joko valitsee osakkeet salkkuunsa täysin satunnaisesti tai sitten valitsee ne markkina-arvojen suhteessa, jolloin oma salkku näyttää samalta kuin markkinat keskimäärin. Jos tämä strategia yhdistetään vielä passiiviseen varojen allokointiin, voidaan puhua indeksoinnista. Indeksoinnissa tavoitteena ei ole lyödä markkinoita vaan saada otettua riskiä vastaava kohtuullinen tuotto, ts. markkinatuotto. Tämä strategia ei välttämättä ole kaikkein jännittävin eikä itsetuntoa kohottavin, mutta sillä säästää paljon kaupankäyntikustannuksissa, ajassa ja särkylääkkeiden käy-

tössä. Kumpi on parempi tapa sijoittaa, aktiivinen vai passiivinen, sitä käsittelemme luvussa 4 (s. 106).

3.4.3 Yhdistelmärahastot

Yhdistelmärahastot sijoittavat sekä osakkeisiin että korkoa tuottaviin kohteisiin, jolloin sijoitusten painopistettä voidaan vaihtaa markkinatilanteen mukaan. Korko- ja osakesijoitusten väliset painoarvot ja niiden vaihtelurajat määritellään rahaston säännöissä. Sijoitusten maantieteellisestä kohdistumisesta määrätään niin ikään rahaston säännöissä.

Yhdistelmärahaston tuottotavoite määritellään yleensä prosenttiosuuksina sen sijoituspolitiikkaan sopivista korko- ja osakeindekseistä. Seuraavassa on esimerkinomaisesti yhden Euroopan markkinoille sijoittavan yhdistelmärahaston sijoituspolitiikka:

EUROOPPALAINEN YHDISTELMÄRAHASTO: SIJOITUSRAHASTO OP-FORTE (www.op.fi)

OP-Forte on yhdistelmärahasto, joka sijoittaa varansa suorina sijoituksina Suomen osake- ja korkomarkkinoille. Perustilanteessa varoista sijoitetaan 40 % kotimaisiin osakkeisiin ja 60 % korkosijoituksiin. Kyseessä on aktiivinen yhdistelmärahasto, jonka salkun painotusta korko- ja osakemarkkinoiden välillä muutetaan markkinatilanteen ja -näkemyksen mukaan. Painotus osakkeisiin voi vaihdella välillä 0–100 %.

Rahastoa hoidetaan erittäin aktiivisesti ja se pyrkii saavuttamaan vertailuindeksiään paremman tuoton pitkällä aikavälillä.

OP-Forte -sijoitusrahaston riskitaso on pääsääntöisesti perinteisiä korkosijoituksia korkeampi, mutta osakerahastoja alhaisempi. Korkotason ja yritysten osakekurssien muutokset heijastuvat rahaston arvoon. Ajoittaista arvon laskua saattaa esiintyä. Riskiä pyritään kuitenkin hajauttamalla sijoituksia tehokkaasti ja painottamaan korko- tai osakesijoituksia markkinatilanteen mukaisesti.

3.4.4 Erikoissijoitusrahastot

Erikoissijoitusrahaston sijoitustoiminnasta säädetään sijoitusrahastolain 12 luvussa. Erikoissijoitusrahastojenkin tulee sijoittaa useisiin eri kohteisiin ja hajauttaa näin riskiä. Niillä ei kuitenkaan ole välttämättä mitään prosenttirajoja, joita yksittäiset sijoitukset eivät saa ylittää koko rahaston varojen määrästä. Erikoissijoitusrahaston riskien hajautusta koskevat määräykset käyvät ilmi sen säännöistä.

ERIKOISSIJOITUSRAHASTO: eQ PIKKUJÄTTILÄISET (www.eq.fi)

Rahaston säännöt: 1 § Sijoitusrahasto

Sijoitusrahaston nimi on Erikoissijoitusrahasto eQ Pikkujättiläiset, ruotsiksi Specialplaceringsfond eQ Småtitaner ja englanniksi Special Mutual Fund eQ Small Titans (non-UCITS) (jäljempänä Rahasto).

Rahasto on erikoissijoitusrahasto, joka voi poiketa sijoitusrahastolain tavallisia sijoitusrahastoja koskevista rajoituksista koskien Rahaston varojen hajauttamista.

Indeksirahastot ovat tällä hetkellä erikoisrahastoja. Indeksirahaston varat sijoitetaan rahastoyhtiön valitseman indeksin, esimerkiksi OMX-indeksin, painojen suhteessa. Yhden yhtiön paino rahastossa voi tällöin ylittää kymmenen prosenttia, kuten esimerkiksi Nokian OMX Helsinki Cap-indeksissä.

INDEKSIRAHASTO: SELIGSON EUROOPPA 50 -INDEKSIRAHASTO (www.seligson.fi)

Sijoituspolitiikka

Eurooppa 50 -indeksirahasto sijoittaa varansa STOXX 50 -osakeindeksin sisältämiin osakkeisiin ja osakejohdannaisiin sekä STOXX 50 -indeksijohdannaisiin. Rahasto käyttää johdannaisia käteisposition kattamiseen (suojaustarkoituksessa). Rahaston sijoitustoiminnan tavoitteena on antaa osuudenomistajille tuotto, joka seuraa STOXX 50 -indeksin tuottoa.

Rahasto ei muodosta näkemystä yksittäisten osakkeiden tai toimialojen tulevasta kehityksestä. Salkun rakenne seuraa STOXX 50 -indeksiin tehtäviä muutoksia, minkä vuoksi rahaston markkinariski on sama kuin indeksin.

Korkorahastokin voi olla erikoissijoitusrahasto, joka voi sijoittaa vapaammin ja ottaa suurempia riskejä kuin sijoitusrahastolain mukaiset korkorahastot. Tällaisia rahastoja voivat olla esimerkiksi niin sanotut high yield -sijoitusrahastot.

Myös toisiin sijoitusrahastoihin sijoittava *rahasto-osuusrahasto* on erikoissijoitusrahasto. Rahasto-osuusrahaston riski on periaatteessa pienempi kuin tavallisen sijoitusrahaston, koska se hajauttaa sijoituksensa useisiin rahastoihin. Jos rahasto-osuusrahasto, ns. feeder-rahasto, sijoittaa varansa vain yhteen sijoitusrahastoon, on kyseessä niin sanottu master feeder -rahastorakenne, joka helpottaa rahastojen markkinointia yli rajojen.

Vipurahastot ovat erikoissijoitusrahastoja, jotka käyttävät sijoitustoiminnassaan aktiivisesti johdannaisia. Tarkoituksena on ennakoida pörssikurssien ja tiettyjen osakkeiden kurssikehitys ja johdannaisten tuottamalla vivulla saada aikaan keskimääräistä osaketuottoa korkeampi tuotto. Vipurahastossa osuuden arvo voi heilahdella lyhyessä ajassa huomattavasti ylös ja alas, mutta pitkällä aikavälillä vipurahastot pyrkivät saamaan osakemarkkinoita korkeamman tuoton ottamalla selkeästi suurempia riskejä kuin muut osakerahastot.

VIPURAHASTO: GYLLENBERG MOMENTUM (www.gyllenberg.fi)

SEB Gyllenberg Momentum on vipurahasto, joka sijoittaa varansa pääosin suomalaisiin julkisesti noteerattujen yhtiöiden osakkeisiin sekä osakejohdannaisiin. Rahaston tavoitteena on pitkällä aikajänteellä yltää OMX Helsinki CAP -indeksiä korkeampaan tuottotasoon. Tavoite voidaan saavuttaa aktiivisella ja kattavaan analyysitoimintaan perustuvalla varainhallinnalla. Rahaston pitkän aikavälin tuotto-odotus on korkeampi kuin perinteisissä osakerahastoissa. Osakeriski voi johdannaissopimusten avulla olla enimmillään kaksinkertainen suhteessa rahaston varoihin. Vastaavasti rahaston osakeriski voi olla selvästi pienempi kuin perinteisissä osakerahastoissa. Rahaston tavallista korkeammasta riskiprofiilista johtuen se sopii ensisijaisesti kokeneille sijoittajille pitkäjänteisen sijoitusstrategian toteuttamiseen.

Kun perinteisten sijoitusrahastojen tuotto perustuu nouseviin markkinahintoihin, *hedge fund* -sijoitusrahastojen tavoitteena on positiivinen tuotto kaikissa markkinaolosuhteissa. Tämä ns. absoluuttinen tuotto perustuu hyvin aktiiviseen sijoituspolitiikkaan. Hedge fund on yhteisnimitys varsin erilaisille sijoitusrahastoille. Sellaisen rahaston menestys perustuu vielä enemmän salkunhoitajan kykyihin kuin perinteisten sijoitusrahastojen. Hedge fund voi sijoittaa listattujen ja listaamattomien yhtiöiden osakkeisiin, erilaisiin korkokohteisiin ja johdannaisiin. Perinteisten osake- korko- ja yhdistelmärahastojen osalta rahastojen luokittelu on kohtuullisen suoraviivaista, mutta erityisesti hedge fundien osalta törmätään helposti haasteisiin koska markkinoilla on niin monia erilaisia hedge fundeja. Hedge fundeista kerrotaan enemmän luvussa 5 (s. 136).

HEDGE FUND: MANDATUM NEUTRAL (www.rahastot.fi)

Toiminta-ajatus

Mandatum Neutral on absoluuttisen tuottotavoitteen rahasto, joka tavoittelee vakaata osuuden arvon nousua kaikissa markkinaolosuhteissa. Lähes kaikki rahaston varat sijoitetaan korkomarkkinoille. Pienen osan varoistaan rahasto sijoittaa osakemarkkinoille, muihin rahastoihin ja johdannaisiin. Näillä sijoituksilla pyritään aikaan saamaan se, että Mandatum Neutral tuottaisi paremmin kuin lyhyen koron rahastot. Suositeltava sijoitusaika on yli yksi vuosi.

3.5 Miten rahastosijoittaminen aloitetaan?

Sijoitusrahasto ottaa jatkuvasti vastaan uusia sijoituksia sijoittajien merkitessä rahasto-osuuksia. Vastaavasti sijoituksensa saa takaisin joustavasti, sillä rahasto lunastaa rahasto-osuuksia aina, kun omistajat niin haluavat. Käytännössä rahasto-osuuksien merkintä tapahtuu helposti puhelimitse tai Internetin välityksellä, mutta rahastoyhtiöihin voi toki mennä paikan päälle, jolloin sijoittaja voi keskustella palveluneuvojan kanssa. Teknisesti rahastosijoitus on sama kuin pankkisiirto: rahastosijoitus tehdään siirtämällä tietty summa omalta pankkitililtä rahaston tilille. Tilisiirron yhteydessä rahastoyhtiö pyytää sijoittajan perustiedot, kuten henkilötiedot ja osoitteen. Tämän yksinkertaisempaa ei sijoittaminen enää voi olla!

RAHASTO-OSUUKSIEN OSTO JA MYYNTI (www.eq.fi)

Toimeksiantojen tekeminen

Rahastojen toimeksiantoja voit tehdä eQ:n Internetpalvelussa (eQ Pankin asiakkaat) tai toimittamalla toimeksiantolomakkeen eQ:lle.

Jos olet eQ Pankin asiakas:

eQ Pankin asiakkaille rahastojen merkintä, vaihto ja lunastus tapahtuvat helposti palvelussa olevan merkintälomakkeen kautta.

Jos et ole eQ Pankin asiakas:

1. Tutustu voimassa olevaan rahastoesitteeseen ja rahastojen sääntöihin, joissa kuvataan yksityiskohtaisesti rahastojemme sijoitusstrategiat ja merkintäkäytäntö.

2. Täytä lomake huolellisesti ja postita tai faksaa se rahastoyhtiölle. Merkintäilmoitukseen tulee liittää valokopio henkilöllisyystodistuksesta (esim. ajokortti). Jos teet merkinnän yrityksen nimiin, liitä merkintäilmoitukseen myös kopio voimassaolevasta kaupparekisteriotteesta sekä muista mahdollisista asiakirjoista.

3. Maksa merkintääsi vastaava summa kyseisen rahaston tilille. Tilinumerot on mainittu merkintäilmoituslomakkeessa ja tällä sivulla. Merkitse pankkisiirtolomakkeeseen vastaanottajaksi valitsemasi rahaston nimi ja viestikenttään lisäksi henkilö- tai y-tunnus.

Nykyään lähes kaikissa rahastoyhtiöissä on mahdollista kertasijoituksen lisäksi ryhtyä ns. jatkuvaksi rahastosäästäjäksi. Tyypillisesti jatkuvan rahastosäästön minimisijoitussumma on muutamia kymmeniä euroja, vaikka rahaston minisijoitussumma muuten olisi jokin suurempi summa.

Rahasto-osuuksien lunastus on yhtä helppoa kuin osuuksien merkintä. Muutamia erikoissijoitusrahastoja lukuunottamatta kaikkien rahastojen osuuksia voi myydä joka arvopäivä. Rahat myynnistä tulevat muutaman päivän sisällä. Huomattavaa on myös, että rahasto-osuuksia voi myydä pieniäkin eriä sen mukaan, miten sijoittaja tarvitsee rahaa. Samoin lisämerkintöjen tekeminen on mahdollista pienissäkin erissä.

Rahasto-osuuden arvo on aina sama asia kuin koko rahaston pääoma jaettuna rahasto-osuuksien lukumäärällä. Rahasto-osuudet eivät koskaan lopu kesken. Keskenään samansuuruisista rahasto-osuuksista muodostuu sijoitusrahaston pääoma, joka vaihtelee sen mukaan, miten paljon rahastoon tulee uusia sijoituksia ja miten paljon niitä lunastetaan pois. Pääoma vaihtelee tietysti myös arvopapereiden muutosten vuoksi.

Rahasto-osuuden arvo lasketaan päivittäin, ja se on julkistettava vähintään kaksi kertaa kuukaudessa. Useimmat rahastoyhtiöt julkistavat osuuksien arvon ja sen muutoksen päivittäin. Rahastojen arvot ilmoitetaan päivittäin mm. Taloussanomissa, Internetissä (esim. www.omx.fi) ja Teksti-TV:ssä. Muutamat sanomalehdet julkaisevat rahasto-osuuksien arvot nykyään viikoittain. Vaikka rahastosijoittaminen on luonteeltaan pitkäjänteistä toimintaa, saattaa sijoittajaa kiinnostaa eri rahastojen kehityksen vertailu päivittäinkin.

3.6 Sijoitusrahastojen verotus

Rahastosijoittamisesta saatavia tuottoja käsitellään verotuksessa pääomatuloina. Jos rahasto-osuuden myynnistä realisoituu myyntivoittoa, tuosta voitosta peritään 28 prosentin vero (v. 2007 verokannan mukaan) aivan samaan tapaan kuin muistakin pääomatuloista. Jos rahasto-osuuksia ostetaan erissä ja niitä myöhemmin lunastetaan vain osa, katsotaan pääsäännön mukaan ensiksi hankitut osuudet myydyiksi ensimmäisenä eli noudatetaan ns. fifo-periaatetta (first in, first out). Luovutusvoitoista ja -tappioista tehdään selvitys veroilmoituksen yhteydessä. Lunastuksesta syntyneen tappion saa vähentää verovuoden ja kolmen seuraavan vuoden aikana syntyneistä voitoista.

Mikäli rahasto maksaa tuotto-osuuksia, niistä peritään sama 28 prosentin vero. Rahastoyhtiö pidättää veron tuotto-osuuden maksun yhteydessä yksityishenkilöiltä. Rahastoyhtiö kertoo tuotto-osuuksien maksusta suoraan verottajalle.

Varallisuusveron poistuttua yksityishenkilöiden ei enää tarvitse maksaa varallisuusveroa sijoitusrahasto-omistuksistakaan.

3.7 Yksilöllinen omaisuudenhoito

Varainhoitopalvelut voidaan palvelujen näkökulmasta jakaa yksilölliseen omaisuudenhoitoon ja kollektiiviseen varainhoitoon, jota sijoitusrahastotoiminta edustaa. Yksilöllinen omaisuudenhoito voi olla luonteeltaan

joko ns. täyden valtakirjan omaisuudenhoitoa tai ns. konsultoivaa omaisuudenhoitoa. Palvelut eroavat toisistaan asiakkaan päätösvallan suhteen. Päätösvalta täydellä valtakirjalla toimittaessa on yksinomaan omaisuudenhoitajalla, kun taas konsultoivan omaisuudenhoidon asiakas säilyttää päätösvallan salkunhoidollisten toimenpide-ehdotusten hyväksymiseen.

Räätälöity omaisuudenhoito (www.gyllenberg.fi)

Räätälöity omaisuudenhoito on sopimuspohjainen omaisuudenhoito, jossa omaisuuden hoitovastuu ja päätösvalta siirretään SEB Gyllenbergille. Räätälöidyn omaisuudenhoidon pääperiaatteet ovat pääoman kasvu sovitulla riskitasolla, salkun järkevä hajauttaminen ja henkilökohtainen palvelu. Henkilökohtainen palvelu korostuu säännöllisillä henkilökohtaisilla tapaamisilla ja yhteydenpidoilla asiakkaan toivomalla tavalla. Asiakkaalle nimetään oma asiakasvastuullinen omaisuudenhoitaja ja hänelle varahenkilö.

Varainhoitoa ohjaavat tuotto-odotukset, sijoitusaika ja markkinoiden muutokset. Sijoitukset tehdään tilanteen mukaan joko suorina sijoituksina tai sijoitusrahastojen kautta. Vakuutustuotteet voivat olla osana kokonaisvaltaista varainhoitoa. Gyllenberg hoitaa itsenäisesti sijoitustoimintaa omaisuudenhoitosopimuksessa määriteltyjen tavoitteiden ja rajoituksien puitteissa. Sijoituspäätöksenteko perustuu Gyllenbergin ja emoyhtiö SEB:n kansainvälisten yhteistyökumppaneidemme laajaan sijoitus- ja analyysitoimintaan.

Vaikka konsultoiva omaisuudenhoito ei ole juridisesti erillinen palvelu vaan vastaa sijoitusneuvontaa, omaisuuden säilytystä ja hoitoa sekä toimeksiantojen toteuttamista, on se käytännössä keskeinen omaisuudenhoidon palvelukonsepti.

Sijoituskonsultointi (www.gyllenberg.fi)

Sijoituskonsultointi on sopimuspohjainen salkkukonsultointi, jonka päämääränä on olla oikeilla markkinoilla oikeaan aikaan. Autamme asiakasta suodattamaan oleelliset tiedot yhä kasvavasta tiedontulvasta. Sijoituskonsultoinnissa SEB Gyllenberg toimii neuvonantajana ja asiakkaan rooli on aktiivisempi. Asiakkaalle nimetään oma asiakasvastuullinen omaisuudenhoitaja ja hänelle varahenkilö.

Sijoitusrahaston sijoitustoiminnan hoitamisessa on kysymys samasta prosessista kuin sijoituspalveluyrityksen tai luottolaitoksen harjoittamassa yksilöllisessä omaisuudenhoidossa. Sijoitustoiminnan hoitamisen kannalta sijoitusrahastotoimintaa voidaankin kuvata lähinnä joukkomuotoiseksi omaisuudenhoidoksi. Yksilöllisessä omaisuudenhoidossa yksittäinen sijoittaja antaa varojaan hoidettavaksi omaisuudenhoitajalle, joka hoitaa varallisuutta sijoittajan kanssa tekemässään omaisuudenhoitosopimuksessa määriteltyjen reunaehtojen mukaisesti. Sijoitusrahastotoiminnassa puolestaan kerätään joukolta sijoittajia varoja, joita rahastoyhtiö sijoittaa sijoittajien puolesta sijoitusrahastolle vahvistetuissa säännöissä määriteltyjen reunaehtojen mukaisesti.

Koska sijoitustoiminnan hoitamisessa kysymys on saman asiantuntemuksen tarpeesta riippumatta siitä, onko asiakkaana yksittäinen omaisuudenhoitoasiakas vai joukko rahastosijoittajia, on kehitys Suomessa niin kuin monessa muussakin Euroopan maassa vienyt siihen, että rahastoyhtiö on ulkoistanut toimintansa keskeisen osan eli sijoitusrahastojen sijoitustoiminnan hoidon toiselle yritykselle. Useimmiten kyseessä on samaan rahoituspalvelukonserniin kuuluva omaisuudenhoitotoimintaa harjoittava sijoituspalveluyritys.

4

Sijoitusrahaston kehityksen mittaaminen

4.1 Miksi rahastojen kehitystä mitataan?

Sijoitusrahastojen suorituskyvyn objektiivinen ja yhteismitallinen arviointi on tärkeä osa sijoittamista, koska rahastojen lukumäärä pelkästään pienillä Suomen markkinoilla on kasvanut useisiin satoihin. Rahaston suorituskyky on yleensä keskeisellä sijalla myös rahastoyhtiöiden markkinoinnissa, joten jokaisen sijoittajan tulisi tuntea keskeiset rahaston menestykseen liittyvät mittarit. Suurin osa sijoittajista varmasti tuntee olonsa turvallisemmaksi, jos osaa arvioida sijoituskohteensa menestystä verrattuna kilpaileviin kohteisiin.

Sijoitusrahastojen vertailussa pätevät samat säännöt ja lainalaisuudet kuin muidenkin sijoituskohteiden vertailussa. Rahastojenkaan vertailuun ei liity mitään magiikkaa, jota rahoitusteorian perusteet hallitseva ei pystyisi helposti omaksumaan. Sijoittamisen problematiikkaa voi ajatella myös toisin päin: jos tuntee rahastomaailman perusperiaatteet, on muidenkin sijoitusvaihtoehtojen vertailu helppoa.

Sijoitusrahaston suorituskyky on yksi tärkeä myyntiargumentti rahastoyhtiön houkutellessa uusia asiakkaita. On helppo tehdä johtopäätös, että salkunhoitaja, joka on saavuttanut portfoliolleen parhaan tuoton, on ilmeisesti paras henkilö hoitamaan myös minun varojani. Valitettavasti todellisuus ei ole aivan näin yksinkertainen. Ensiksikin salkunhoidossa

otettu riski tulisi jotenkin huomioida vertailussa. Riskiä voidaan mitata eri tavoin, mikä hankaloittaa sijoittajan tehtävää jonkin verran. Toinen mielenkiintoinen kysymys on, toistaako historia itseään. Onko aiemmin hyvin onnistunut salkunhoitaja todennäköisesti hyvä valinta myös jatkossa? Näitä kysymyksiä käsitellään tässä luvussa.

4.2 Sijoittamisen problematiikkaa

Yksittäisen sijoitusrahaston tai muun sijoituskohteen valintaan liittyy keskeisesti kaksi kriteeriä; tuotto ja riski. Sijoitusrahastoilta on lupa odottaa hyvää tuottoa, mutta sijoittajalla ei ole mitään takeita siitä, että sijoituksen arvo kasvaa. Tämä johtuu sijoitusrahaston toiminnan perusteista: rahasto on varojen kokonaisuus, joka koostuu pääasiallisesti arvopapereista ja jonka omistavat siihen varojaan sijoittaneet henkilöt, yhteisöt ja säätiöt. Rahastoa hallinnoiva yhtiö ei saa osuutta rahaston arvon noususta eikä se voi vastata rahaston arvon laskusta. Arvonnousut ja -laskut kuuluvat sijoittajille eli osuudenomistajille, heidän varallisuuttaanhan rahasto on.

Vaikka sijoituksen arvo rahastossa tulee hajautetuksi sijoitusrahastolain hajautussäännöstenkin vuoksi (minimivaatimus 16 eri arvopaperista), rahasto-osuuden arvo voi heilahdella paljon, mikäli markkinat heilahtelevat voimakkaasti. Esimerkiksi heinäkuun 2007 Rahastoraportista voidaan havaita, että Mandatum Poland -rahasto on menettänyt arvostaan 6,2 prosenttia yhdessä kuukaudessa.

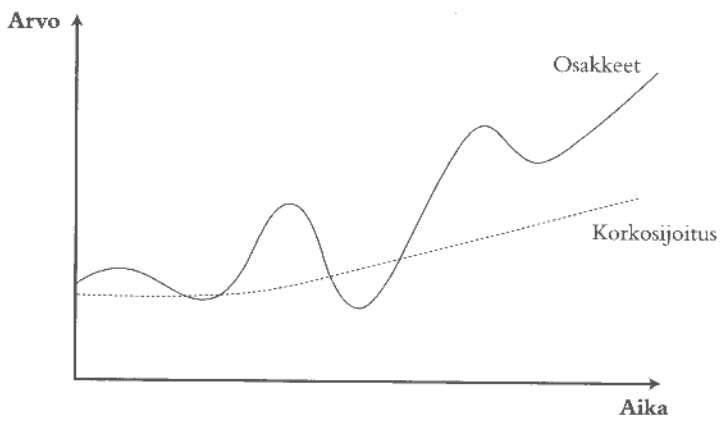
Monelle sijoituskohteen hyvät tuotto-odotukset kuitenkin kompensoivat sijoituksen tulevaisuuden arvon kehittymiseen liittyvän epävarmuuden. Paljon riskiä sisältävä salkku voi noustakin nopeasti, mistä osoituksena edellä mainittu Mandatum Poland: rahaston arvo on viimeisen puolen vuoden aikana noussut 48,6 prosenttia.

Sijoittamisen perusajatuksena voidaan pitää sitä, että mitä enemmän riskiä ottaa, sitä paremmat ovat myös tuotto-odotukset. Toisin sanoen, sitä saa mistä maksaa eli parempaa tuottoa voi saada ainoastaan hyväksymällä korkeampaa riskiä. Pitkällä aikavälillä tuotto- ja riskiodotukset yleensä

keskimäärin realisoituvat. Sijoittajat oppivat. Jos jonkin sijoituskohteen tuotto ei olisi riittävä sen riskisyyteen nähden eli tuotto-odotukset eivät toteutuisi, sijoittajat vaatisivat vielä korkeampaa riskipreemiota, johon päästään hintoja laskemalla. Sijoittajat myisivät näitä sijoituskohteita niin, että hinnat laskisivat sellaiselle tasolle, jolla tuotto-odotus muodostuisi riittäväksi. Toisaalta tuottojen ollessa jossakin sijoitusluokassa riskikorjattuina pitkän aikaa liian korkeita, sijoittajat kiinnostuvat näistä instrumenteista ja ryhtyvät ostamaan niitä. Tämä puolestaan nostaa hintoja, mikä edelleen heijastuu alhaisempana odotettuna tuottona.

Sijoittajalla on kaksi ristiriitaista tavoitetta: sijoitusten odotetun hyödyn maksimointi ja niihin sisältyvien riskien minimointi. Yksittäisen sijoittajan haasteena on löytää tasapaino, jossa hänen odotettu hyötynsä maksimoituu. Odotettu hyöty riippuu keskeisesti siitä, mitä tarkoitusta varten sijoitus on tehty. Nuoren perheen ei esimerkiksi kannata sijoittaa asuntolainan lyhennykseen säästettyjä varoja korkeariskiseen vipurahastoon, vaikka sijoitus onnistuessaan voisikin mahdollistaa kaksion vaihdon kolmioon. Vastaavasti 30 vuoden päähän säästävä eläkesijoittaja jättää hyödyntämättä osakemarkkinoiden korkean tuotto-odotuksen, jos hän tallettaa rahansa pankkitilille tai laittaa ne korkorahastoon.

Osakesijoituksiin liittyy suurempi riski arvonmuutoksista lyhyellä aikavälillä kuin korkoinstrumentteihin. Vastaavasti osakkeista on odotettavissa parempaa tuottoa. Tuoton ja riskin välistä suhdetta voidaan kuvata seuraavan kuvan tavoin.

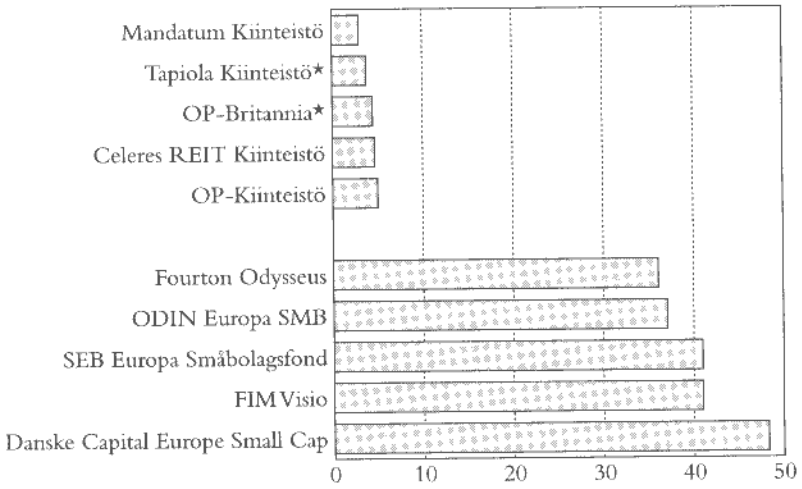


Kuvio 22. Osakkeiden ja korkosijoitusten tuoton heilahtelu lyhyellä ja pitkällä aikavälillä.

4.3 Tuoton mittaaminen

Rahastosijoittamiseen kuten muuhunkin sijoittamiseen liittyy kolme eri päädimensiota: tuotto, riski ja aika. Aika on kohtuullisen yksiselitteinen käsite, joka on helposti mitattavissa. Tuotto on sekin yksinkertaisesti määriteltävissä: kyseessä on sijoituksen arvon muutos. Yksinkertaisin tapa on laskea prosentuaalinen tuotto, mikä on kohtuullisen helppoa. Tuoton laskemisessa täytyy toki huomioida mahdollisesti maksetut tuotto-osuudet aivan samoin kuin osakkeen tuoton laskemisessa otetaan huomioon arvonmuutoksen lisäksi maksetut osingot. Rahaston tuotossa huomioidaan myös rahastoyhtiön veloittamat hallinnointi- ja säilytyspalkkiot. Nämä palkkiot rahastoyhtiö veloittaa suoraan rahaston arvosta eli niitä ei sijoittajan tarvitse enää rahaston arvonmuutoksista vähentää.

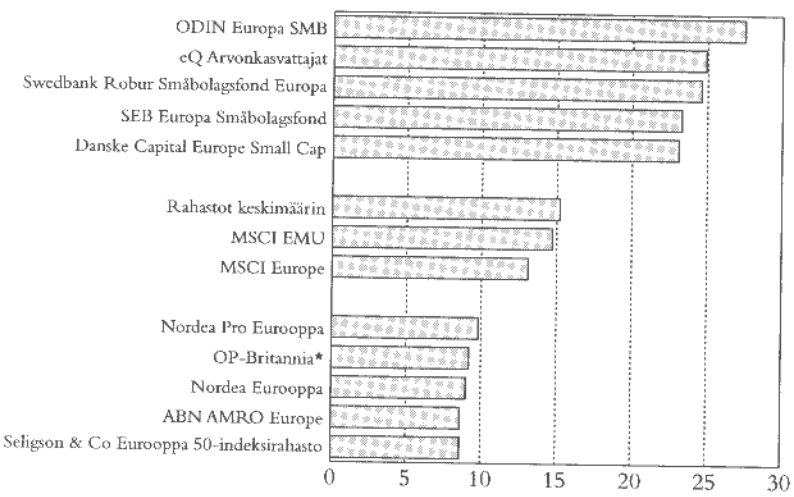
Seuraavassa kuviossa on esitetty 65 Euroopan osakemarkkinoille sijoittavan rahaston yhden vuoden tuotot suuruusjärjestyksessä 31.7.2007 laskettuna. Kuvioon on otettu viisi tuotoltaan parasta ja viisi huonointa rahastoa. Voimme nähdä, että yhdellekin markkinalle sijoittavien rahastojen tuotot voivat vaihdella paljon.



Kuvio 23. Euroopan osakemarkkinoille sijoittavien rahastojen *yhden* vuoden tuotot heinäkuussa 2007 – paras 5 ja heikoin 5 (lähde: Rahastoraportti).

Kaikkien eurooppalaisten osakerahastojen vuosituotto oli keskimäärin 21,1 prosenttia. Vastaavana ajanjaksona MSCI EMU-alueen yleisindeksi tuotti 23,4 prosenttia ja koko Euroopan kehitystä kuvaava MSCI Eurooppa 18,9 prosenttia.

Yhden vuoden tuotot voivat vaihdella paljonkin, mutta niin voivat vaihdella rahastojen tuotot pidemmälläkin ajanjaksolla. Seuraavassa kuvassa on esitetty sellaisten Euroopan osakemarkkinoille sijoittavien rahastojen tuotot, jotka ovat 31.7.2007 toimineet vähintään viiden vuoden ajan. Tällaisia rahastoja on 38. Kuvioon on otettu tuotoltaan viisi parasta ja viisi huonointa rahastoa. Vertailun vuoksi kuvioon on otettu myös osakemarkkinoiden keskimääräistä tuottoa kuvaavia indeksejä.



Kuvio 24. Euroopan osakemarkkinoille sijoittavien rahastojen *viiden* vuoden tuotot heinäkuussa 2007 – paras 5 ja heikoin 5 sekä keskimääräisiä tuottoja (lähde: Rahastoraportti).

Parhaiten menestynyt rahasto on ollut Odin Europa SMB keskimäärin 27,5 prosentin vuosituotolla, huonoin puolestaan Seligson & Co Eurooppa 50 -indeksirahasto 8,6 prosentin tuotolla. Rahastojen vertailussa käytettävät MSCI EMU ja MSCI Europe tuottivat viiden vuoden aikana 14,7 ja 13,1 prosenttia. Keskimääräinen rahastojen tuotto oli vastaavana aikana 15,2 prosenttia. Mediaanirahasto tuoton perusteella oli Sampo Eurooppa Osake, joka tuotto oli 14,1 prosenttia. Puolet rahastoista tuotti tätä enemmän, puolet vastaavasti vähemmän. Kysymykseen "voittivatko rahastot yleisindeksin" voi siis vastata, että toisaalta voittivat, toisaalta taas eivät. Riippuu siitä, haluaako nähdä lasin olevan puoliksi tyhjä vai puoliksi täysi. Tätä kysymystä käsitellään enemmän jaksossa 4.6 (s. 106).

Sijoituksen reaalituotolla tarkoitetaan tuottoa yli inflaation ts. sijoituksen reaalista arvonmuutosta. Kun puhutaan tuotoista, joista ei ole vähennetty inflaatiota eli rahan arvon heikkenemistä, tarkoitetaan nimellistuottoja. Rahastojen tuotot, kuten yleensä muidenkin sijoituskohteiden tuotot, ilmoitetaan nimellistuottoina. Sijoittajan tehtäväksi jää halutessaan vähentää luvuista kulloinenkin inflaatio.

4.4 Riskin mittaaminen

4.4.1 Miksi riskiä mitataan?

Riskin mittaaminen ei ole yhtä suoraviivaista kuin tuoton laskeminen. Nuori amerikkalainen opiskelija Harry Markowitz kehitti riskin mittaamiseen portfolioteorian vasta 1950-luvulla. Tuolloin kehitetyt mallit olivat kuitenkin laskennallisesti liian monimutkaisia käytännön sovelluksia ajatellen. Portfolioteoria alkoi kehittyä riskienhallinnan työkaluksi vasta 1960-luvulla, jolloin amerikkalaiset professorit Sharpe, Lintner ja Mossin kehittivät riskimalleja yksinkertaisemmiksi ja samalla tietokoneiden kapasiteetti parani.

Rahoitusmarkkinoilla tuotto ja riski kulkevat käsi kädessä: mitä suurempi on sijoituskohteen riski, sitä suurempaa tuottoa sijoittajat myös vaativat. Riski on epävarmuutta. Yleensä ihmiset mieltävät riskin mahdollisuudeksi siihen, että tulevaisuudessa tapahtuu jotain ei-toivottavaa. Riskiä voidaan kuvata todennäköisyysjakaumilla, joissa arvioidaan todennäköisyyksiä eri tulemille. Jos Nokian osakekurssi tänään on 15 euroa, se on todennäköisesti jotain tuon hinnan lähellä myös vuosi tästä eteenpäin. Jos oletetaan Nokian kurssin nousevan 10 prosenttia vuodessa, kurssin odotusarvo vuoden päähän on 16,5 euroa. On kohtuullisen todennäköistä, että kurssi voi nousta jopa 20 euroon, samoin mahdollista on, että kurssi laskee 13 euroon. Paljon pienempi todennäköisyys voidaan arvioida sille, että Nokian kurssi nousisi 30 euroon tai laskisi 5 euroon. Mahdollisia tulemia nekin kuitenkin ovat.

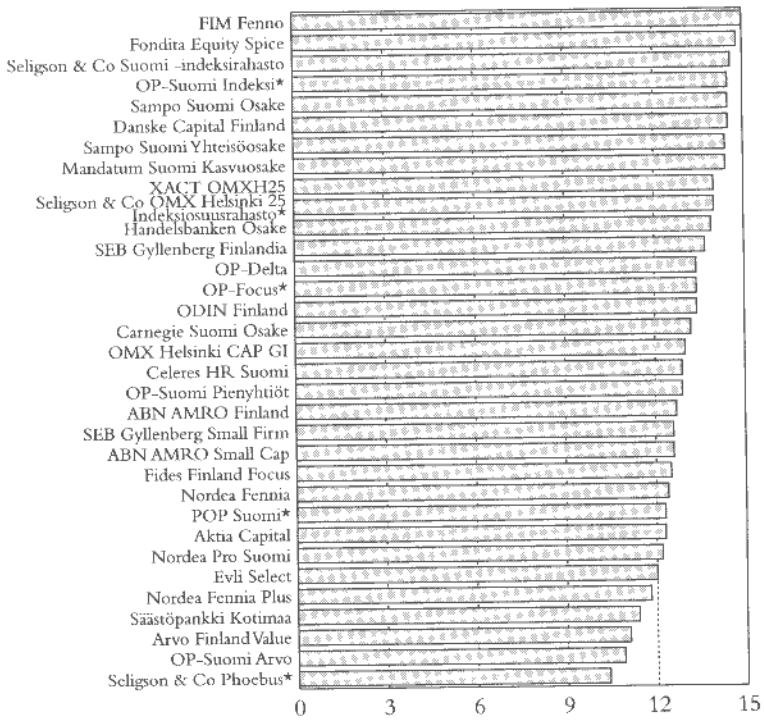
Rahoitustutkijat käyttävät riskin tunnuslukuna mm. *volatiliteettia*. Se kuvaa sijoituksen arvon muutoksen heilahtelua, ja laskennallisesti volatiliteetti on tuottojen keskihajonta eli varianssin neliöjuuri. Mitä suurempi on sijoituskohteen volatiliteetti, sitä suurempi sanotaan olevan sen riski. Heilahteleehan sijoituksen arvo voimakkaasti, mikä aiheuttaa sijoittajalle epävarmuutta. Riski puolestaan määriteltiin epävarmuudeksi.

4.4.2 Miten riskiä mitataan volatiliteetilla?

Varianssi mittaa arvojen jakaumaa odotusarvonsa (keskiarvo) ympärillä. Mitä useammin arvot poikkeavat suuresti keskiarvostaan, sitä suurempi on varianssi ja sitä suurempi voidaan sanoa olevan sijoituksen riski. Varianssi ja sen neliöjuuri volatiliteetti (standardipoikkeama) mittaavat sijoituksen tuoton heilahtelua. Suomen Sijoitusrahastoyhdistys suosittelee rahastoyhtiöille tiettyjen tunnuslukujen raportoimista vähintään säännöllisen lakisääteisen raportoinnin yhteydessä. Käytännössä tämä tarkoittaa mm. volatiliteetin raportoimista vuosikertomuksessa ja osavuosikatsausten yhteydessä kaikista niistä rahastoista, jotka ovat toimineet vähintään vuoden. Kaikkien rahastojen 12 kuukauden volatiliteetit raportoidaan Rahastoraportissa kuukausittain.

Rahastoyhdistyksen suosituksen mukaan volatiliteetti lasketaan päivähavainnoista ja logaritmisista tuotoista. Myös prosentuaalisia tuottoja voidaan käyttää volatiliteetin laskennassa, sillä kuten rahastoyhdistys katsoo, logaritmisten ja prosentuaalisten päivätuottojen käytön aiheuttama ero volatiliteetissa on niin pieni, että se käytännössä jää sijoittajan kannalta merkityksettömäksi.

Seuraavassa kuviossa on esitetty Suomen osakemarkkinoille sijoittavien rahastojen 12 kuukauden historiallisten volatiliteettien jakauma. Pieniriskisin rahasto on ollut Seligson & Co Phoebus -rahasto 10,4 prosentin volatiliteetilla ja suuririskisin FIM Fenno 15,0 prosentin volatiliteetilla. Yleisindeksin volatiliteetti on ollut 13,0 prosenttia.

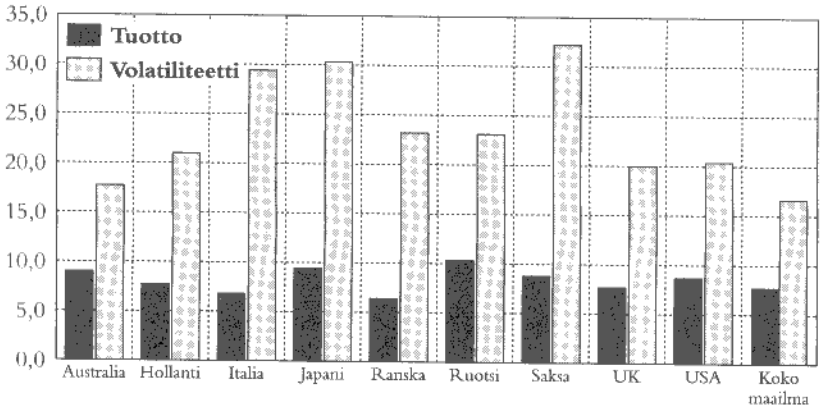


Kuvio 25. Suomen osakemarkkinoille sijoittavien rahastojen 12 kk volatiliteetit 31.7.2007 (lähde: Rahastoraportti).

Seuraava luonnollinen kysymys on, mikä on korkea ja mikä puolestaan matala volatiliteetti. Ymmärrettävän tulkinnan volatiliteetille saa, kun tietää, että mikäli tuottojen hajonta noudattaa normaalijakaumaa, on odotettavissa, että noin kaksi kolmasosaa kaikista havainnoista osuu vakiopoikkeamalla (eli keskihajonnalla eli volatiliteetilla) vähennetyn ja vakiopoikkeamalla lisätyn keskiarvon väliselle alueelle. Mikäli siis rahaston volatiliteetti on esimerkiksi 20 prosenttia, rahaston tuotto pysyy kahtena vuotena kolmesta plus/miinus 20 prosentin välillä rahaston tuotto-odotuksesta.

Oletetaan, että rahastomme tuottaa keskimäärin 10 prosenttia vuodessa ja sen volatiliteetti on 20 prosenttia. Tällöin voimme olettaa, että kahtena vuotena kolmesta rahaston tuotto on enemmän kuin -10 prosenttia ja vähemmän kuin +30 prosenttia. Tilastokirjoista voimme päätellä lisäksi, että 95 prosenttia havainnoista on välillä keskiarvo plus/miinus kaksi keskihajontaa. Tämä tarkoittaa puolestaan sitä, että 95 prosentin todennäköisyydellä rahaston tuotto vuoden aikana on -30 prosentin ja +50 prosentin välillä.

Viime aikoina on saattanut tuntua siltä, että osakemarkkinat ovat jotenkin poikkeuksellisen levottomat. Erityisesti teknologiayritysten kurssit ovat toki heilahdelleet voimakkaasti, mutta keskimäärin osakemarkkinoiden volatiliteetit eivät ole olleet ratkaisevasti suurempia kuin yleensäkään. Seuraavassa kuviossa on esitetty osakemarkkinoiden tuottoja ja riskejä eri maissa viimeisen 105 vuoden aikana.



Kuvio 26. Osakkeiden (aritm.) reaalivuositutot ja volatiliteetit ajalla 1900–2005 (lähde: Dimson et al., 2006).

Kuviosta näemme, että osakkeet ovat reaalisesti tuottaneet kaikissa otoksessa olleissa maissa keskimäärin 6–10 prosenttia vuodessa. Volatiliteetit vaihtelevat maittain, mutta keskimäärin volatiliteetit ovat olleet 20–30 prosenttia vuodessa. Mielenkiintoista on havaita, että Yhdysvalloissa ja Isossa-Britanniassa, joissa markkinoiden toiminta on ollut pitkään kohtuullisen samalla tavalla strukturoitua, volatiliteetti on ollut molemmissa noin 20 prosenttia. Tämä on tarkoittanut käytännössä sitä,

että osakemarkkinoiden tuotot ovat pysyneet kahtena vuotena kolmesta välillä -10 prosenttia, + 30 prosenttia.

4.4.3 Korkorahaston riskin mittaaminen

Korkorahastojen volatiliteetit ovat tyypillisesti pienempiä kuin osakerahastojen. Suomalaiset sijoittajat ovat saaneet oppia korkoriskin merkityksen kantapään kautta. Pitkän koron rahastot tulivat sijoittajien tietoisuuteen vuonna 1995 – juuri ennen pitkien korkojen yllätyksellistä nousua kansainvälisillä markkinoilla. Korkojen nousun seurauksena monet pitkiin korkorahastoihin sijoittaneet oppivat korkoriskistä yhden oleellisen perusasian: korkojen nousu heijastuu korkosijoituksessa arvon laskuna, ei nousuna. Lisäksi sijoittajat joutuivat oppimaan lainalaisuuden, jonka mukaan pitkien korkosijoitusten arvo laskee suhteellisesti enemmän kuin lyhyiden korkosijoitusten.

Aikaisemmin valtion tuotto-obligaatioihin sijoittanut saattoi kokea, että pitkän koron rahastoissa on jotain uutta korkoriskiä, mitä varsinaisissa obligaatioissa ei ole. Koska tiedetään pitkien korkorahastojen sijoittavan paljon myös valtion obligaatioihin, voidaan helposti ymmärtää, että kyseessä ei ole mikään uusi riskin muoto. Kysymys on vain siitä, että suoraan valtion obligaatioihin sijoittanut ei välttämättä ollut tiedostanut sijoitukseensa liittyvää riskiä, mikäli hänen ei ole tarvinnut myydä obligaatiota pois ennen sen erääntymistä. Todellisuudessa valtion obligaatioiden arvo muuttuu joka päivä, kun markkinakorot muuttuvat, riippumatta siitä, ovatko paperit tallessa piirongin laatikossa vai sijoitusrahastossa.

Suomessa nykyaikaiset korkomarkkinat ovat toimineet vasta suhteellisen lyhyen ajan. Sijoitustodistus- eli helibor-rahamarkkinat syntyivät vuonna 1987 ja pitkien korkomarkkinoiden katsotaan syntyneen vasta vuonna 1992. Tämä myöhäinen markkinoiden kehitys on aiheuttanut sen, että sijoittajat ovat joutuneet perehtymään korkomarkkinoiden toimintaan paljolti omaehtoisesti. Nykyään euron käyttöönoton jälkeen rahamarkkinakorkojen kehitystä kuvaava euribor-indeksi on korvannut

Heliborin. Voidaan sanoa, että meikäläiset korkomarkkinat ovat tänään sama kuin eurooppalaiset korkomarkkinat.

Samaan aikaan kun sijoittaja tiedostaa pitkien korkosijoitusten riskisyyden, hän saattaa karsastaa kuukauden Euriboriin sidottua asuntolainaa. Kuitenkin kyseessä on sijoituksen toinen puoli; toisen lainahan on toiselle sijoitus. Miten siis on mahdollista, että sijoittajalla pitkä sijoitus sisältää riskiä mutta lainanottajalle lyhytaikainen laina on riskipitoisin? Miksi kukaan haluaisi lainata rahaa lyhyellä korolla ja sijoittaa pitkään korkoon?

Kysymyksenasettelu pitää sisällään korkoriskin hallinnan haasteellisuuden. Itse asiassa lyhyessäkin sijoituksessa on korkoriskiä aivan kuten pitkässä kiinteäkorkoisessa lainassa. Korkoriskiä on nimittäin kahdenlaista, hintariskiä ja korkovirtariskiä (uudelleensijoitusriskiä). Kaikkiin velkapapereihin (jotka siis ovat toisin päin sijoituksia) liittyy sekä hintariskiä että korkovirtariskiä.

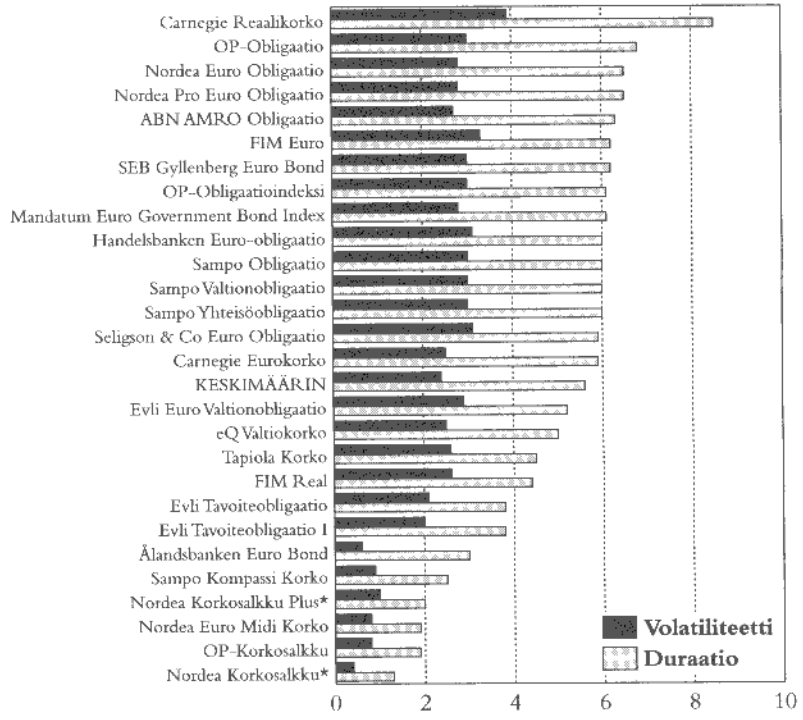
Oletetaan, että sijoittajalla on kaksi vaihtoehtoa, sijoitus kymmenen vuoden kiinteäkorkoiseen obligaatioon tai sijoittaa yhden kuukauden euriboriin. Obligaatiossa sijoittaja saa säännölliset ns. kuponkikorot vuosittain, joten sijoittajan kassavirta on vakio koko kymmenen vuoden ajan. Sen sijaan markkinakorkojen muuttuessa obligaation nykyarvo eli markkinahinta vaihtelee voimakkaastikin. Sanotaan, että sijoituksella on pitkä korkosidonnaisuusaika ja siihen liittyy suuri hintariski. Korkosidonnaisuusaikaa mitataan duraatiolla, joka on matemaattisesti velkakirjan kassavirtojen nykyarvoilla painotettu keskiarvo.

Sen sijaan yhden kuukauden Euribor-sidonnaisen talletuksen kassavirrat muuttuisivat kuukausittain, sillä korko sovitaan aina vain kuukaudeksi kerrallaan. Sijoituksen nykyarvo ei juurikaan muutu eli hintariski on pieni. Sanotaan, että sijoituksella on lyhyt korkosidonnaisuusaika (duraatio) ja siihen liittyy suuri korkovirtariski, sillä korkomaksut muuttuvat kuukausittain.

Korkosijoittajan näkökulmasta hintariski on tyypillisesti oleellisin riskityyppi ja korkomarkkinoilla pitkiin sijoituksiin liittyvää riskiä vastaan on

normaaleissa olosuhteissa odotettavissa parempaa tuottoa. Normaaleilla olosuhteilla tässä tarkoitetaan tilannetta, jossa korkokäyrä on ns. nouseva eli pitkät korot ovat korkeammalla kuin lyhyet.

Seuraavassa kuviossa on esitetty euroalueen pitkille korkomarkkinoille sijoittavien rahastojen duraatiot ja volatiliteetit.



Kuvio 27. Euroalueelle sijoittavien pitkän koron rahastojen duraatio ja volatiliteetti 31.7.2007 (lähde: Rahastoraportti).

Kuviosta näkyy selvästi, miten rahastojen duraatioiden ja viimeisen 12 kuukauden volatiliteettien välillä on yhteys. Pisin duraatio on rahastoyhtiön oman ilmoituksen mukaan heinäkuussa 2007 ollut Carnegie Reaalikorko -rahastolla (8,5), jonka 12 kuukauden volatiliteetti oli 3,9. Vastaavasti lyhin duraatio joulukuussa oli Nordea Korkosalkku -rahastolla (1,3). Tämä rahasto on erikoissijoitusrahasto, joka sijoittaa pääasiassa muihin Nordean korkorahastoihin. Rahasto voidaan luokitella ns. keskipitkän koron rahastoksi, vaikka Rahastoraportissa ei erikseen tällaista luokkaa olekaan. Esimerkiksi pohjoismaisen OMX-pörssin ylläpitämässä rahastoluettelossa on oma luokkansa keskipitkän koron rahastoille.

Erikoissijoitusrahasto Nordea Korkosalkku (www.nordea.fi/rahastot)

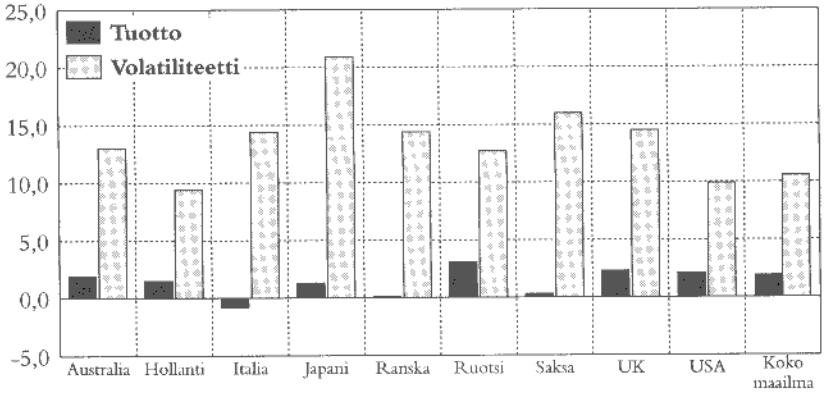
Nordea Korkosalkku sijoittaa pääasiassa Nordean korkorahastoihin. Rahaston varoista 60–100 % ohjataan euroalueelle sijoittaviin korkorahastoihin (rahamarkkina- ja keskipitkän koron rahastot, sekä joukkolaina ja yrityslainarahastot). Tuotto-odotuksen parantamiseksi ja hajautuksen tehostamiseksi rahasto sijoittaa myös korkopohjaisiin hedge-rahastoihin sekä korkorahastoihin, joiden sijoituskohteena ovat alhaisemman luottoluokituksen saaneet yrityslainat tai kehittyvien markkinoiden joukkolainat. Näiden sijoitusten osuus rahaston varoista voi olla enintään 25 %. Rahasto voi sijoittaa myös suoraan korkoinstrumentteihin, joiden osuus rahaston varoista voi olla enintään 40 %. Rahasto käyttää sijoituksissaan aktiivisesti myös johdannaisia saavuttaakseen lisätuottoja ja tehostaakseen riskienhallintaa.

Sijoituspolitiikassa on määritelty duraation osalta seuraavasti: ”Korkosijoitusten keskimääräinen jäljellä oleva juoksuaika eli duraatio on 3 kk–5 vuotta. Käytännössä tämä on keskimäärin 1–3 vuotta”. Heinäkuun 2007 kuukausikatsauksessa jouduttiin toteamaan, että Nordea Korkosalkku -rahaston kasvuosuuden arvo laski 0,14 % heinäkuun aikana. Salkunhoitaja Robert Granroth selitti negatiivista tuottoa kuukausikatsauksessa seuraavasti:

> ”USA:n asuntomarkkinoiden ongelmat olivat puheenaiheena taas heinäkuussa. Muutama eurooppalainen pankki ilmoitti tehneensä suuria tappioita kyseisillä markkinoilla. Tämä heikensi pankkien maksuvalmiutta mikä näkyi heti lainamarginaaleissa. Yleinen riskinotto halukkuus heikkeni huomattavasti. Varsinkin heikommat yrityslainat, strukturoidut tuotteet ja kehittyvät korkomarkkinat tuottivat huonosti. Volatiliteetti tulee todennäköisesti pysymään korkeana sekä korko- että osakemarkkinoilla. Rahastossa on suhteellisen maltillinen allokaatio korkeamman riskin tuotteille, joten rahasto pystyy hyvin hyödyntämään mahdollisia heikentymisiä kyseisillä markkinoilla. Valtionobligaatioita on lisätty tasapainoksi yrityslainamarginaalien kasvamiseen. Duraatiota on lisätty vuodesta 1,5 vuoteen.”

Korkorahastoihinkin liittyy riski siitä, että arvot voivat ainakin lyhyellä aikavälillä laskea. Tämä on kerrottu myös Nordea Korkosalkun kuukausikatsauksessa "Markkinatilanteesta riippuen rahasto-osuuden arvo voi nousta tai laskea. Historiallisen kehityksen perusteella ei voida ennakoida rahastosijoituksen tuottotasoa tulevaisuudessa."

Seuraavassa kuviossa on esitetty obligaatioiden reaalituotot ja volatiliteetit sadan vuoden ajalta samoista maista, joiden osakemarkkinahistoria esitettiin aiemmin. Reaalisesti obligaatiot ovat tuottaneet selvästi vähemmän kuin osakkeet, tuotot ovat olleet keskimäärin yksi tai kaksi prosenttiyksikköä yli inflaation. Pitkien korkosijoitusten volatiliteetit ovat vastaavasti olleet alhaisempia. Obligaatiomarkkinoiden volatiliteetit ovat olleet keskimäärin kymmenen prosenttia, mikä esimerkiksi nykyisessä korkoympäristössä tuntuu kohtuullisen suurelta.



Kuvio 28. Obligaatioiden (aritm.) reaalivuosituotot ja volatiliteetit ajalla 1900–2005 (lähde: Dimson et al., 2006).

Lyhyisiin korkosijoituksiin liittyy pienempi hintariski kuin pitkiin korkosijoituksiin. Näihinkin liittyy kuitenkin pienempi riski kuin osakesijoituksiin. Vastaavasti pieniin yrityksiin liittyy suurempi riski kuin suuriin yrityksiin. Tämä informaatio näkyy mm. Yhdysvaltojen markkinoilta lasketuista tuotto- ja volatiliteettitilastoista.

Sijoitusluokka	Tuotto keskimäärin (%)	Volatiliteetti (%)
Suurten yritysten osakkeet	10,4	20,2
Pienten yritysten osakkeet	12,6	32,9
Valtion obligaatiot	5,5	9,2
Lyhyet korkosijoitukset	3,7	3,1

Kuvio 29. Eri arvopaperiluokkien tuottoja ja riskejä Yhdysvaltojen markkinoilla vuosina 1926–2005 (lähde: Ibbotson).

4.4.4 Inhimillinen suhtautuminen riskiin

"Ihmiset, jotka pelkäävät ukonilmoja, ovat tyhmiä, koska he yliarvioivat pienen todennäköisyyden siitä, että salama iskee heihin." Onko päätelmä oikein vai väärin? On ilmeistä, että se on ainakin liian hätäinen. Ihmiset, jotka alkavat vapista jo ensimmäisen jyrähdyksen jälkeen, saattavat aivan hyvin tietää, että on erittäin epätodennäköistä, että salama iskee juuri siihen, missä he sattuvat seisomaan. Ihmiset, joilla on fobia ukkosesta, laittavat sen sijaan niin suuren painon mahdollisille seurauksille, että pelkäävät, vaikka tietävätkin salaman iskun omaan päähän olevan erittäin epätodennäköistä.

Riski on keskeinen teema myös sijoittamisessa. Normaalisti ihmiset jaetaan riskinkarttajiin ja riskiä suosiviin. Yleisesti ottaen voi sanoa, että riskiä suosivat sijoittajat laittavat suuren painon pienelle mahdollisuudelle voittaa valtavasti ja vähemmän painoa isommalle todennäköisyydelle hävitä. Toisten ihmisten huolena on lähinnä pääoman säilyttäminen. Ongelmalliseksi asian tarkastelun tekee se, että monet sijoittajat, riippuen tilanteesta, toimivat eri riskitasoilla. Esimerkiksi monet ihmiset lottoavat innokkaasti ja pitävät samaan aikaan rahojaan pankkitilillä.

Sijoittajien poikkeavat riskipreferenssit ovat kuitenkin yleisesti ottaen, jos ei aivan välttämätön, niin ainakin hyvä asia. Elämästä tulisi aika vaikeaa, jos kaikki pelkäisivät ukkosta, lentämistä tai sijoittamista aloittaviin korkean teknologian yrityksiin. Olemme itse asiassa onnekkaita, että monen riskitason yrityksiin löytyy rahoitusta.

Rahoitusteoriassa odotusarvot ovat riskin ohella keskeisellä sijalla. Odotusarvon laskemista voi havainnollistaa kolikonheitolla. Jos osallistut kilpailuun, jossa kolikkoa heitetään kerran, ja oikeasta veikkauksesta saa euron ja väärästä joudut maksamaan euron, odotusarvosi pelistä on nolla euroa (0,5 x 1eur + 0,5 x (-1eur) = 0). Toisin sanoen, jos pelaisit tällaista peliä tuhat kertaa, olisit todennäköisesti aika lähellä nollan euron loppusaldoa. Sijoittajien, tai yleensä ihmisten, suhtautuminen matemaattisiin odotusarvoihin on mielenkiintoista ja pohdituttanut tilastotieteilijöitä jo satoja vuosia. Helposti mieleen tulevina esimerkkeinä voidaan pitää lottoa tai vaikka rulettia, joiden matemaattinen odotusarvo on pelaajalle negatiivinen. Silti ihmiset pelaavat niitä innokkaasti. Niistä saatava hyöty lieneekin jotain muuta kuin matemaattista rahallista odotusarvoa: jännitystä, ajanvietettä, pakoa arjesta.

Sijoitusmarkkinoilla rahastoyhtiöt ja muut instituutiot voivat esittää vain todellisia toteutuneita tuottoja ja riskejä. Kun tulevaisuuden ennustaminen on mahdotonta, rahastoyhtiö voi parhaimmillaankin tarjota vain mahdollisimman ajantasaista ja relevanttia tietoa sijoituspolitiikoistaan. Sijoittajan tehtäväksi jää selvittää oma riskinottohalukkuutensa ja sopivien vaihtoehtojen valinta markkinoilta.

> Eräs rahastonhoitaja ehdottaa, että sijoittaisit rahastoon, joka sijoittaa vain pieniin yrityksiin. Yhdysvaltojen osakemarkkinoilta tiedetään, että viimeisen 69 vuoden aikana osakemarkkinoilla pienin viidennes (markkina-arvoltaan) on tuottanut keskimäärin 18 prosenttia vuodessa (pääomavoitot + osingot).
>
> Tuotto on ollut hyvä, kun ottaa huomioon, että osakemarkkinat keskimäärin ovat tuottaneet 15 prosenttia vuodessa. Toisaalta riskikin on ollut iso: 2/3 pienten yritysten osakkeiden vuotuisista tuotoista on ollut välillä –23 prosenttia ja +59 prosenttia; negatiivisia tuottoja on tullut keskimäärin joka kolmas vuosi ja ne ovat olleet keskimäärin 20 prosenttia.
>
> Toinen varallisuudenhoitaja ehdottaa, että sijoitat suoraan indeksirahastoon, jonka keskimääräinen tuotto samalla aikavälillä on ollut noin 13 prosenttia, siis 5 prosenttia vähemmän kuin ensimmäisellä rahastolla. Riskiprofiili on ollut seuraavanlainen: 2/3 vuotuisista tuotoista on ollut välillä –11 prosenttia ja +36 prosenttia; negatiiviset tuotot ovat olleet keskimäärin 13 prosenttia.

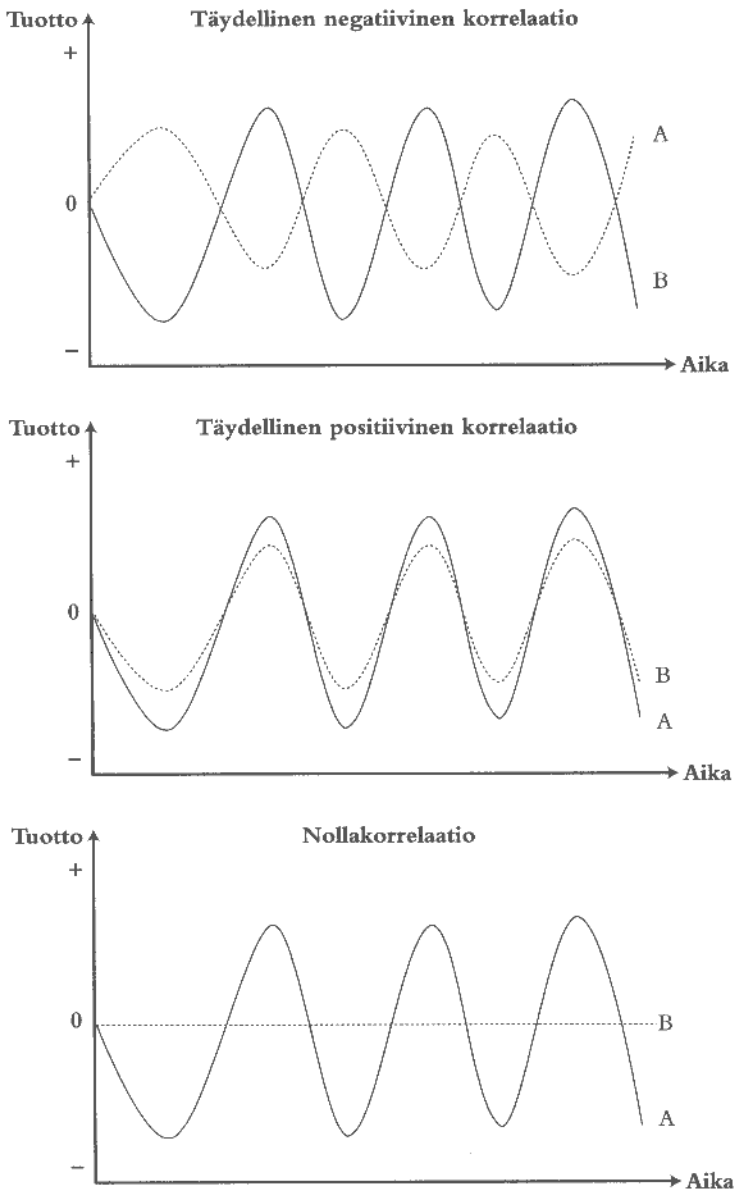
Kumpaan rahastoon sijoittaisit? Omaisuudenhoitaja voi antaa vain statistiikkaa, oma riskiprofiili täytyy tietää itse.

4.4.5 Riskin pienentäminen hajauttamalla

Hajauttamisella eli diversifioinnilla tarkoitetaan sitä, että yhden sijoituskohteen sijasta säästetään useisiin erilaisiin sijoituskohteisiin. Sijoittaja voi valita salkkuunsa eli portfolioonsa erilaisia osakkeita, jolloin yhteen yritykseen liittyvä riski pienenee. Salkkuun voidaan valita myös erilaisia sijoitusluokkia, kuten osakkeita, kiinteistöjä, korkoinstrumentteja ja vaikkapa metsää. Hajauttaa voi myös ulkomaille, jolloin sijoittaja ei ole niin riippuvainen kotimaan markkinoiden heilahteluista.

Hajauttamisen hyöty perustuu siihen, että salkussa olevien arvopapereiden hinnat muuttuvat eri tahdissa. Jos arvopaperit ovat negatiivisesti korreloituneita, toisen arvopaperin noustessa toisen arvo laskee ja päinvastoin. Edellisen sivun kolikonheittoesimerkissä korrelaatio oli nolla, koska tuotot ratkaistiin rahanheitolla. Käytännössä on vaikea löytää sijoituskohteita, joiden arvot muuttuisivat peilikuvina tai edes täysin toisistaan riippumatta. Hajauttamisella voidaan saavuttaa hyötyjä, jos arvopapereiden välillä on jonkin verran positiivistakin korrelaatiota, joskin voidaan huomata, että korrelaation kasvaessa hajauttamisesta saatava hyöty luonnollisesti pienenee.

Jos arvopaperit ovat täysin positiivisesti korreloituneita, hinnat muuttuvat käsi kädessä eikä hajauttamisella saavuteta mitään hyötyä. Paras hajautushyöty saavutetaan, kun arvopapereiden hinnanmuutokset ovat ns. täydellisesti negatiivisesti korreloituneita eli niiden välinen korrelaatio on miinus yksi. Seuraavassa kuviossa on esitetty kolme ääritilannetta, joissa kahden arvopaperin (A ja B) välinen korrelaatio on miinus yksi, plus yksi ja nolla.



Kuvio 30. Täydellinen negatiivinen, täydellinen positiivinen ja nollakorrelaatio.

Jos arvopapereiden tuotot ovat täydellisesti positiivisesti korreloituneita, arvopaperin A tuotto on keskiarvonsa yläpuolella samaan aikaan, kun arvopaperin B tuotto on oman keskiarvonsa yläpuolella. Vastaavasti, kun arvopapereiden tuotot ovat täydellisesti negatiivisesti korreloituneita, arvopaperin A tuotto on keskiarvonsa alapuolella samaan aikaan, kun B:n tuotto on oman keskiarvonsa yläpuolella.

Arvopaperimarkkinoilla riskiin sisältyy positiivinen tuotto-odotus pitkällä aikavälillä eli arvopapereiden hintojen voidaan odottaa keskimäärin nousevan. Hajauttamalla eri arvopapereihin salkun riskiä voidaan pienentää, ilman että tuotto-odotukset pienenevät. Onko tässä vihdoin keksitty mahdollisuus tehdä rahaa riskittömästi? Sijoitusmarkkinoilla ei normaalisti ole tarjolla ilmaisia lounaita. Hajauttamisesta saatava hyöty on kuitenkin sellainen, että siitä ei tarvitse maksaa eli se on ainoa ilmainen lounas, joka rahoitusmarkkinoilla on tarjolla. Sen vuoksi se kannattaa nauttia.

Hajauttamisen eli diversifioinnin idea:

> Portfolion volatiliteetti on pienempi kuin yksittäisten sijoituskohteiden volatiliteettien painotettu summa.

Käytännön esimerkki valaisee hajauttamisen perusideaa. Seuraavassa on esitetty kahden eri sijoitusvaihtoehdon tuotot ja riskit vuosina 1997–2000.

	Tuotto	**Volatiliteetti**
HEX Portfolioindeksi (HEX)	10,30 %	23,22 %
Dow Jones (DJ)	11,98 %	18,49 %

HEX Portfolioindeksi on tuottanut 10,3 prosenttia, mikä on vähemmän kuin amerikkalaisten perusosakkeiden kehitystä kuvaava Dow Jones. Riski puolestaan on ollut suurempi suomalaisissa osakkeissa. Tämä osoittaa, että muutaman vuoden ajalla toteutunut historiallinen tuotto ja riski eivät välttämättä kulje käsi kädessä.

Seuraavassa taulukossa on esitetty viisi erilaista salkkua suomalaisen sijoittajan näkökulmasta. Sharpen luku kuvaa riskikorjattua tuottoa. Mitä suurempi Sharpen luku on, sitä suurempi on riskikorjattu tuotto. Käytännössä luku lasketaan vähentämällä sijoituskohteen tuotosta riskitön korko. Tämä luku jaetaan sijoituskohteen volatiliteetilla. Mitä suurempi luku (volatiliteetti) on viivan alla, sitä pienempi on riskikorjattu tuotto. Sharpen lukua käsitellään tarkemmin kohdassa 4.5 (s. 104), tässä vaiheessa riittää tietää, että luvulla mitataan salkun riskikorjattua tuottoa.

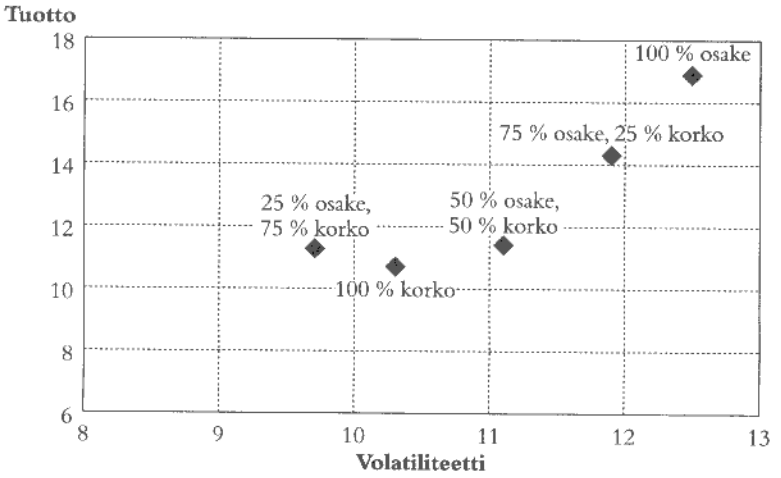
	Tuotto	Volatiliteetti	Sharpe
100 % HEX – 0 % DJ	10,30 %	23,22 %	0,31
75 % HEX – 25 % DJ	10,72 %	19,02 %	0,41
50 % HEX – 50 % DJ	11,14 %	16,42 %	0,50
25 % HEX – 75 % DJ	**11,56 %**	**16,22 %**	**0,53**
0 % HEX -100 % DJ	11,98 %	18,49 %	0,49

Etukäteen voisi kuvitella, että sijoittajan kannattaa laittaa kaikki varat Dow Jonesiin, onhan siinä ollut parempi tuotto ja pienempi riski. Sijoitus Dow Jonesiin tuotti Sharpen indeksiarvon 0,49, mikä on selvästi enemmän kuin HEX Portfolioindeksin Sharpe (0,31).

Käytännössä parhaaseen riskikorjattuun tulokseen olisi kuitenkin päästy jättämällä osa varoista Helsingin Pörssiin. Näistä neljästä paras vaihtoehto oli 25 prosenttia Helsingissä ja 75 prosenttia New Yorkissa. Tällaisen salkun tuotto olisi ollut 11,56 prosenttia ja volatiliteetti 16,22 prosenttia. Hajautetun salkun tuotto on sama kuin painotettu keskiarvo salkun osista. Volatiliteetti sen sijaan ei olekaan painotettu keskiarvo vaan tätä alempi luku, mikä johtuu siitä, että näiden kahden indeksin välinen korrelaatio on pienempi kuin plus yksi. Tämä on kaikessa yksinkertaisuudessaan koko hajauttamisen idea. Hajauttamisella päästään parempaan riskikorjattuun tuottoon.

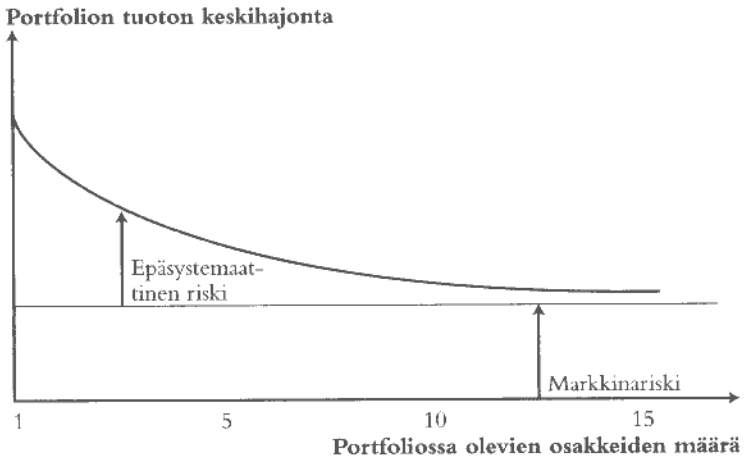
Edellä olevassa esimerkissä hajautus tapahtui kahden eri maan osakemarkkinoiden kesken. Seuraavassa kuviossa on esitetty hajautusesimerkki obligaatioiden ja osakkeiden kesken. Sellaisella sijoitussalkulla, jossa on 25 prosenttia osakkeissa ja 75 prosenttia obligaatiomarkkinoilla, on ollut mahdollista saada aikaan pienempi volatiliteetti kuin pelkällä obligaatiosijoituksella. Samalla salkun tuotto on ollut parempi kuin pelkällä

obligaatiosijoituksella. Tämä on ollut mahdollista, koska osake- ja obligaatiomarkkinoiden välinen korrelaatio on ollut selvästi alle yhden (ollen 0,1).



Kuvio 31. Osake- ja korkopainojen vaikutus sijoitussalkun tuottoon ja volatiliteettiin Yhdysvalloissa vuosina 1970–2005 (lähde: Ibbotson).

Koska sijoittajat pystyvät hajauttamana portfolionsa, he ovat kiinnostuneita siitä osasta riskiä, jota yksi lisäsijoitus tarkoittaa koko sijoitusportfoliossa. Käytännössä yrityksen volatiliteetti ei suoraan kerro sitä riskiä, jonka perusteella tuottovaatimus markkinoilla määräytyy. Jos yritys luonteeltaan poikkeaa sijoittajien muista omistuksista, voi sen sisällyttäminen portfolioon lisätä sijoittajien kokonaisriskiä vain hyvin vähän. Hajauttamalla sijoittajatkaan eivät kuitenkaan pääse eroon kaikesta riskistä.



Kuvio 32. Systemaattinen ja epäsystemaattinen riski.

Portfolion tuoton varianssi (volatiliteetti) laskee melko nopeasti, kun portfolioon otetaan yhden osakkeen lisäksi muitakin osakkeita, erityisesti jos uusien osakkeiden korrelaatio vanhojen kanssa on alhainen. Hajautettavissa olevaa riskiä kutsutaan epäsystemaattiseksi riskiksi. Vastaavasti ei-hajautettavissa olevaa riskiä kutsutaan systemaattiseksi tai markkinariskiksi. Kun kyseessä on hyvin hajautettu portfolio, on sen epäsystemaattinen riski hyvin pieni, joten kaikki jäljellä oleva riski on systemaattista riskiä. Tältä riskiltä ei voi välttyä hajauttamallakaan.

Mikä on sellainen määrä sijoituskohteita, että saadaan riittävä hajautus? Vastaus riippuu luonnollisesti siitä, miten määritellään "riittävä". Toiselle kymmenen prosenttiyksikön volatiliteetin lasku on riittävä, toinen toivoo 20 prosentin laskua. Yksi haaste on myös siinä, että pitäisi tietää, kuinka suuri yhden uuden sijoituskohteen korrelaatio on aikaisemman salkun kanssa. Perloksen ottaminen salkkuun, jossa on muuten pelkästään teknologiaosakkeita, ei todennäköisesti paljoa laske koko salkun volatiliteettia. Orionin mukaan ottaminen puolestaan laskisi koko salkun riskisyyttä.

Kirjallisuudessa on silloin tällöin esitetty arvioita siitä, paljonko on "riittävä" osake- ja korkomarkkinoilla. Lukuihin on syytä suhtautua pienellä

varauksella, mutta osakemarkkinoilla kohtuullisen hyvin hajautettuna salkkuna voidaan pitää 15–20 yrityksen osakkeista koottua salkkua.

Korkomarkkinoilla tilanne on ratkaisevasti eri kuin osakemarkkinoilla. Maksimituotto yrityksen obligaatiosta on obligaation tuotto, joka vaihtelee nykyään 5–7 prosentissa. Yhden yrityksen obligaatioon liittyvä riski on teoriassa kuitenkin 100 prosenttia. Yrityksen mennessä konkurssiin velkojatkin jäävät nuolemaan näppejään, joskin he yleensä saavat konkurssipesästä jotain. Esimerkiksi WolrdComin velkojat saivat 18 prosenttia saatavistaan. Yrityksen osakkeenomistajat luonnollisesti menettivät sijoituksensa arvon, mutta heillä on hajautetussa salkussa myös kohteita, joiden arvo voi moninkertaistua. Korkosijoituksen arvo yhdessä yrityksessä ei moninkertaistu.

Yrityslainasalkun tuotto-odotuksen ollessa esimerkiksi 0,5 prosenttiyksikköä enemmän kuin valtionobligaatiosalkun yhden yrityksen konkurssi vähentää tuottoa ratkaisevasti. Esimerkinomaisesti voidaan laskea, että jos salkussa on 50 eri yrityksen obligaatioita, yhden yrityksen totaalinen konkurssi laskee salkun arvoa kahdella prosentilla. Puolen prosenttiyksikön riskipreemio kestää vain viiden yrityksen obligaation arvonlaskun 10 prosentilla. Tämän vuoksi korkosalkun hajautuksen tulee olla selvästi suurempi kuin osakesalkun ja koostua vähintään 30–40 yrityksen obligaatiosta.

4.4.6 Tracking errorin mittaaminen

Suomen Sijoitusrahastoyhdistys ry:n suosituksen mukaan rahastojen tulee nykyään raportoida myös ns. tracking error. Aktiivinen riski eli tracking error mittaa sitä, kuinka tarkasti sijoituksen tuotto seuraa vertailuindeksin tuottoa. Aktiivisella tuotolla tarkoitetaan sijoituksen ja vertailuindeksin tuottoeroa. Korkea aktiivinen riski merkitsee sitä, että sijoituksen tuotto suhteessa sen vertailuindeksin tuottoon on vaihdellut voimakkaasti. Toisin sanoen rahaston salkunhoitaja ei ole seuraillut indeksiä. Pieni aktiivinen riski taas tarkoittaa, että sijoituksen tuotto seurailee vertailuindeksin tuottoa. Aktiivinen riski ilmaistaan tavallisesti prosentteina vuodessa.

Aktiivinen riski mittaa aktiivisen tuoton hajontaa keskiarvostaan, sen vakiopoikkeamaa. Jos hajonta noudattaa normaalijakaumaa, on odotettavissa, että noin kaksi kolmasosaa kaikista havainnoista osuu vakiopoikkeamalla vähennetyn ja vakiopoikkeamalla lisätyn keskiarvon väliselle alueelle. Rahastoyhdistyksen suosituksen mukaan aktiivinen riski lasketaan aivan samalla tavalla kuin volatiliteettikin, mutta nyt päivätuotto ei ole salkun tuotto vaan salkun ja vertailuindeksin tuottojen erotus.

Esimerkki rahaston tunnusluvuista: Evli Greater Russia (www.evli.fi)

Sijoitusrahasto Evli Greater Russia on osakerahasto, joka sijoittaa varansa pääasiassa julkisen kaupankäynnin kohteena oleviin venäläisiin osakkeisiin ja osakesidonnaisiin arvopapereihin. Rahasto voi sijoittaa varojaan myös Venäjän taloudesta merkittävästi riippuvaisten ei-venäläisten yritysten arvopapereihin sekä enintään 10 % toisten rahastoyhtiöiden hallinnoimiin sijoitusrahastoihin. Rahaston tavoitteena on saavuttaa mahdollisimman hyvä arvonnousu sijoittamalla yhtiöihin, jotka hyötyvät Venäjän voimakkaasta talouskasvusta.

Tuotto (31.3.2006)

	Rahasto	**Vertailuindeksi (RTS-indeksi)**
1 kuukausi	-1,5 %	-3,1 %
2 kuukautta	26,7 %	24,3 %
6 kuukautta	34,5 %	41,7 %
1 vuosi	89,9 %	129,7 %
3 vuotta p.a.	-	-
Toiminnan alusta	117,6 %	132,9 %
Toiminnan alusta p.a.	68,0 %	75,8 %

Rahaston tunnusluvut (12 kk)

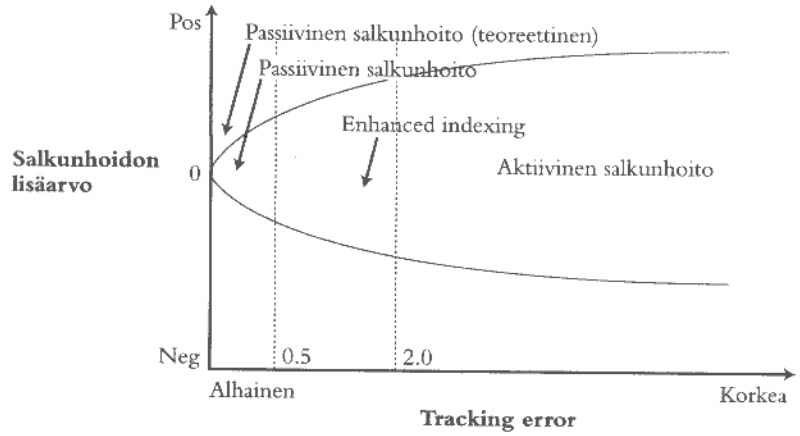
	Rahasto	**Vertailuindeksi**
Volatiliteetti	17,8 %	26,3 %
Sharpen luku	4,93	485
Tracking error	13,7 %	

Rahaston volatiliteetti on edellisen vuoden aikana ollut 17,8, mitä voidaan verrata Venäjän markkinoiden osakeindeksin volatiliteettiin (26,3 %). Tracking error kertoo rahaston volatiliteetista suhteessa vertailuindeksiin. Evli Greater Russian tracking error on ollut 13,7 prosenttia, eli rahaston tuotto on heilunut niin paljon vertailuindeksin tuoton

ympärillä. Volatiliteetti (17,8 %) kuvaa sitä, paljonko rahaston tuotto on heilunut keskiarvonsa ympärillä. Rahastojen tracking erroreita ei ainakaan vielä raportoida Rahastoraportissa, mutta rahastoyhtiöt raportoivat ne vuosikertomuksissaan ja osavuosikatsauksissaan,

Onko korkea aktiivinen riski sitten hyvä vai huono asia? Kysymykseen ei ole muuta yksiselitteistä vastausta kuin se, että salkunhoitajan voittaessa vertailuindeksin selvästi hänen todennäköisesti täytyy ottaa aktiiviriskiä. Kolikon toinen puoli on, että korkea tracking error mahdollistaa selvän vertailuindeksille häviämisenkin.

Mikä on korkea tracking error ja mikä puolestaan alhainen? Kysymys on yhtä vaikea kuin korkean ja matalan volatiliteetin määritteleminen. Seuraavassa kuviossa on pyritty kuvaamaan aktiivisen riskin (tracking error) ja salkunhoidon lisäarvon suhdetta.



Kuvio 33. Tracking error ja salkunhoidon lisäarvo.

Luonnollisesti alhaisin aktiivinen riski on passiivisessa indeksirahastossa. Salkunhoidon lisäarvo on nolla, mutta niin on tietysti myös riski siitä, että salkunhoitaja häviää vertailuindeksille. Käytännössä indeksirahastollakin on hallinnointi- ja kaupankäyntipalkkioita sekä muita kitkatekijöitä (nettosijoitukset ja -lunastukset, osinkojen maksut, indeksimuutokset)

suhteessa paperilla laskettavaan indeksiin, minkä vuoksi nollan suuruinen tracking error on lähinnä teoreettinen. Esimerkiksi Seligson & Co:n hallinnoiman Eurooppa 50 -indeksirahaston tracking error oli 0,27 prosenttia laskettuna 31.3.2006 (www.seligson.fi). Vastaavasti esimerkiksi Seligson & Co Japani 50 -indeksirahaston tracking error oli 1,05 prosenttia.

Ns. enhanced index -rahastot eli tehostetut indeksirahastot pyrkivät sijoitustoiminnassaan saavuttamaan indeksiä vastaavaa tai lievästi parempaa tuottoa. Koska rahasto ei välttämättä seuraa vertailuindeksiä orjallisesti, rahaston tracking error voi olla korkeampi kuin puhtaan indeksirahaston.

Enhanced index -rahasto: Mandatum Europe Enhanced Index (www.rahastot.fi)

Erikoissijoitusrahasto Mandatum Europe Enhanced Index on Euroopan osakemarkkinoille sijoittava rahasto. Rahaston varat sijoitetaan State Street Global Advisors:in hallinnoimaan rahastoon. State Street on maailman suurin instituutiovarainhoitaja. Rahaston sijoitustoiminnan tavoitteena on saada rahastoon sijoitetuille varoille tuotto, joka pitkällä aikavälillä ylittää vertailuindeksin mukaisen vuosituoton 0,5–1,0 prosenttiyksiköllä. Koska rahasto on nk. rahastojen rahasto, veloitetaan rahaston hallinnointipalkkion lisäksi sijoituskohteena olevien rahastojen perimät hallinnointipalkkiot. Rahaston vertailuindeksi on MSCI Europe (TR).

Huhtikuussa 2006 Mandatum Europe Enhanced Index -rahaston 12 kuukauden historiallinen tracking error oli 2,78 prosenttia.

4.5 Riskikorjatun tuoton mittaaminen: Sharpen luku

Mitä voidaan sanoa kahdesta rahastosta, joista toisella on kaksi kertaa parempi tuotto, mutta toisella puolta pienempi riski? Kumpi on parempi? Jotta kysymykseen osataan vastata, kannattaa laskea riskikorjattu tuotto.

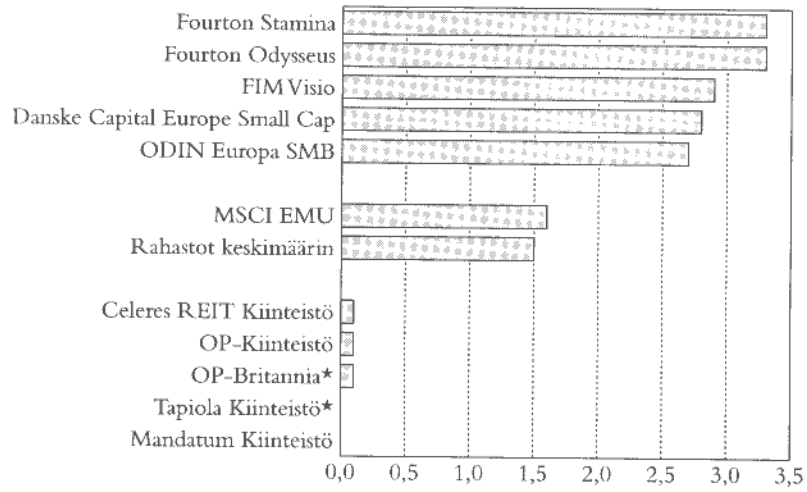
Sharpen riskikorjatussa tuottomittarissa salkun keskimääräistä ylituottoa verrataan salkun kokonaisriskiin, jota mitataan volatiliteetilla. Sharpen

mittari kertoo, kuinka paljon enemmän tuottoa rahasto on tuottanut verrattuna riskittömään sijoitukseen yhtä volatiliteettiprosenttia kohti. Mitä suurempi Sharpen arvo on, sitä paremmin rahasto on tuottanut suhteessa riskiinsä. Matemaattisesti Sharpen mittari voidaan kirjoittaa seuraavasti:

$$S = \frac{r_i - r_f}{\delta_i}$$

missä S = Sharpen luku
r_i = rahaston i tuotto
r_f = riskittömän sijoituksen tuotto
δ_i = rahaston i volatiliteetti.

Seuraavassa kuviossa on esitetty eurooppalaisten osakerahastojen Sharpen mittarit yhden vuoden ajanjaksolta heinäkuussa 2007. Mukaan on otettu 65 rahastosta viisi parasta ja viisi huonointa rahastoa sekä markkinoiden ja kaikkien rahastojen keskimääräiset luvut.



Kuvio 34. Eurooppalaisten osakerahastojen yhden vuoden Sharpen mittarit 31.7.2007 (lähde: Rahastoraportti).

Sharpen mittarin mukaan paras riskikorjattu tuotto on ollut Fourton Stamina -rahastolla, jonka vuosituotto oli 31,2 prosenttia. Kun tästä vähennetään vuoden talletuskorko (3,57 %) ja jaetaan saatu luku rahaston volatiliteetilla (8,4 %), saadaan Sharpen mittariksi 3,29, yhden desimaalin tarkkuudella 3,3.

4.6 Voittaako rahasto markkinat?

4.6.1 Tutkimusten kertomaa

"Aktiivisesti hoidetut rahastot voittivat S&P500 indeksin taas"

Hajautetut yhdysvaltalaiset rahastot ovat kaikessa hiljaisuudessa voittaneet S&P indeksin joka vuosi sitten 1999. Keskimääräisen rahaston tuotto Lipperin mukaan oli viime vuonna 6,6 % kun S&P500 indeksi tuotti osingot huomioiden 4,9 %. Aktiivisesti hoidetut rahastot ovat tuottaneet 140 % viimeisen 10 vuoden aikana, kun indeksi on samaan aikaan tuottanut 138 %.

Vuosi	Keskimääräisen rahaston tuotto	S&P500 indeksin tuotto
2000	0,3 %	-9,1 %
2001	-9,2 %	-11,9 %
2002	-21,6 %	-22,1 %
2003	32,9 %	28,7 %
2004	12,1 %	10,9 %
2005	6,6 %	4,9 %

USA Today 4.1.2006.

Yhtenä rahastosijoittamisen etuna mainitaan yleensä salkunhoitajan asiantuntemus. Sijoittajan näkökulmasta onkin mielenkiintoista tietää, voittaako rahasto vertailuindeksinsä. Helposti voisi ajatella, että yksinkertaisen yleisindeksin voittaminen ei vaatisi paljoakaan asiantuntemusta. Totuus on kuitenkin toinen. 1960-luvulta lähtien on maailmalla tehty satoja tutkimuksia, joissa on pyritty selvittämään, miten rahastot menestyvät suhteessa yleisindeksiin.

Tulokset luonnollisesti vaihtelevat riippuen tutkimusmenetelmistä ja -periodista. Helposti voidaan esittää kymmeniä tutkimuksia, joiden mu-

TURUN KAUPPAKORKEAKOULU
KIRJASTO - TIETOPALVELU
REKTORINPELLONKA U 3
20500 TURKU

kaan rahastojen salkunhoitajat voittavat vertailuindeksinsä riski ja palkkiotkin huomioiden. Aivan yhtä helposti voidaan esittää tutkimuksia, joiden mukaan salkunhoitajat keskimäärin häviävät indeksille.

Sharpe (1966) esitti myöhemmin laajasti käytetyn Sharpen luvun, jossa rahaston tuotosta vähennetään riskitön korko ja tämä luku jaetaan rahaston volatiliteetilla. Tunnusluvun tarkoituksena on mitata rahaston riskikorjattua tuottoa. Sharpen tulosten mukaan rahastot olivat pystyneet voittamaan markkinaindeksin, mutta palkkioiden huomioimisen jälkeen nettotuotot jäivät keskimäärin hieman huonommiksi.

Jensen (1968) kehitti puolestaan oman riskikorjatun mittarinsa, jossa riskinä käytetään beta-kerrointa. Jensenin tulokset 115 amerikkalaisesta sijoitusrahastosta osoittivat, että rahaston salkunhoitajat eivät keskimäärin pysty voittamaan yksinkertaista osta-ja-pidä-strategiaa. Jensenin tutkimus innoitti monia muita tutkijoita kehittämän uusia mittareita ja tapoja sen arvioimiseen, mihin salkunhoitajan onnistuminen ja epäonnistuminen perustuu. Treynor ja Mazuy (1966) jakoivat salkunhoitajan menestyksen osakkeiden valintaan ja ajoituskykyyn. Tutkijat eivät löytäneet tukea väitteelle, että salkunhoitajat keskimäärin pystyisivät ajoittamaan ostonsa ja myyntinsä niin, että he sillä pystyisivät voittamaan markkinaindeksin. Tulosten perusteella rahastosijoittajien tuotot riippuvat markkinoiden keskimääräisestä tuotosta, eivät salkunhoitajan ajoituskyvystä.

Kon (1983) puolestaan esitti tuloksia, joiden mukaan monilla amerikkalaisilla rahastoilla on ollut ajoituskykyjä ja tämän lisäksi salkunhoitajat ovat kyenneet löytämään keskimääräistä parempia sijoituskohteita. Henrikssonin (1984) tulokset 116 rahaston osalta puolestaan näyttivät, että salkunhoitajilla ei keskimäärin olisi ollut ajoituskykyä.

Elton, Gruber ja Blake (1996) raportoivat tuloksia, joiden mukaan joillakin salkunhoitajilla on kyky voittaa markkinat ainakin lyhyen ajan. Tällaisten "hot hand" -salkunhoitajien kelkkaan kannattaa lähteä, sillä hyvä menestys todennäköisesti jatkuu jopa muutaman vuoden ajan. Carhartin (1997) tulosten mukaan edellisen vuoden voittajien rahastoihin lähteminen tuottaa seuraavana vuonna keskimäärin kahdeksan pro-

senttia enemmän kuin edellisen vuoden häviäjien rahastoihin sijoittaminen. Pitkällä juoksulla hyvin menestyneiden salkunhoitajien tähti himmenee. Mielenkiintoinen on tulos, jonka mukaan huonosti menestyneet salkunhoitajat pysyvät usein huonoina jatkossakin.

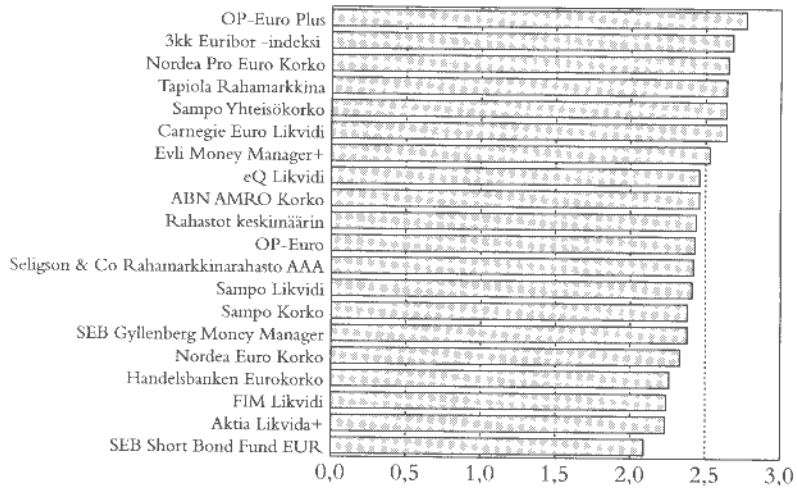
Tulosten moninaisuus voi sijoittajasta vaikuttaa vähintäänkin hämmentävältä. Yleisenä yhteenvetona voidaan kuitenkin sanoa, että kymmenien vuosien ajalta mitattuna rahastot riski huomioiden keskimäärin voittavat indeksin niukasti, mutta tämä ylituotto poistuu, kun kulut otetaan huomioon. Mitä muuta oikeastaan voitaisiinkaan olettaa?

Jos kuvitellaan rahastojen muodostavan valtaosan markkinoiden pääomista, rahastot itse asiassa ovat se markkina, joka muodostaa yleisindeksin. Tällöin rahastot keskimäärin tuottavat saman kuin yleisindeksi, mutta merkintä-, lunastus- ja hallinnointipalkkiot painavat keskimääräisen tuoton jonkin verran miinukselle. Sharpe (1991) on kirjoittanut aiheesta artikkelissaan "The arithmetic of active management" eli "Aktiivisen salkunhoidon aritmetiikka", jossa hän muistuttaa yleisindeksin tuottojen muodostuvan aktiivisten ja passiivisten sijoittajien painotettuna tuottona. Siksi sekä aktiivinen että passiivinen salkunhoito on keskimäärin nollasummapeliä.

Suomalaisilta rahastomarkkinoilta ensimmäisen tutkimuksen tekivät Kasanen ja Kinnunen (1990). Tutkimuksessa havaittiin rahastojen tuottojen olleen kahden ensimmäisen toimintavuotensa (1987–1988) aikana selvästi alle passiivisen markkinaportfolion. Heikkilällä (1993) oli käytössään aineisto vuosilta 1990–1991. Tutkimuksessa rahastojen havaittiin voittaneen keskimääräisen markkinatuoton, mutta ns. ajoituskykyä ei löydetty miltään rahastolta. Liljeblom ja Löflund (1995) käyttivät aineistonaan rahastojen tuottoja 1991–1995. Tutkijat raportoivat muutamien, lähinnä pankkiriippumattomien osakerahastojen pystyneen voittamaan yleisindeksin riskikorjattuna. Markkina-ajoituskykyä havaittiin vain yhden korkorahaston kohdalla. Tutkimustulos oli, että rahaston kuluilla oli suhde tuoton kanssa, mutta tämä suhde on negatiivinen. Käytännössä sijoittajan ei siis olisi kannattanut sijoittaa rahastoon, jossa on korkeat kulut.

Sandvallin (2001) väitöskirjassa tutkittiin suomalaisten sijoitusrahastojen menestymistä 1990-luvulla. Tulosten mukaan harvoilla rahastoilla on kyky menestyä vuodesta toiseen. Toisaalta monet viimeisen puolen vuoden parhaista rahastoista pystyivät voittamaan kilpailijansa lyhyellä aikavälillä.

Ääriesimerkkinä rahastojen menestymisestä tehokkailla markkinoilla voidaan mainita rahamarkkinarahastot. Lyhyen koron markkinoilla tuottoerot ovat pieniä ja vertailuindeksin voittaminen on äärimmäisen vaikeaa. Seuraavassa taulukossa on esitetty Suomeen rekisteröityjen rahamarkkinarahastojen tuottoja viimeiseltä viideltä vuodelta.



Kuvio 35. Euroalueelle sijoittavien lyhyen koron rahastojen tuotot 5v, p.a. heinäkuussa 2007 (lähde: Rahastoraportti).

Rahamarkkinarahaston on pitkässä juoksussa hyvin vaikea voittaa Euribor-indeksiä (tuotto 2,68 %), sillä alle vuoden mittaisten korkoinstrumenttien tuotot eivät normaaliolosuhteissa paljoa eroa. 12 kuukauden Euribor-korko on yleensä jonkin verran korkeampi kuin yhden kuukauden vastaava, mutta korkoero on normaalisti korkeintaan yksi tai kaksi prosentin kymmenesosaa.

Lyhyen koron rahastojen hallinnointi- ja säilytyspalkkiot vaihtelevat 0,09 prosentin ja 0,60 prosentin välillä. Viiden vuoden ajan tuottaneen OP-Euro Plus -rahaston hallinnointipalkkio on 0,3 prosenttia. Rahasto on suunnattu keskimääräistä suuremmille sijoittajille, sillä minimimerkintä on 300 000 euroa. Huomattavaa on myös, että rahasto sijoittaa osan varoistaan yritysten liikkeeseenlaskemiin korkoinstrumentteihin, ei siis pelkästään valtioiden tai pankkien korkopapereihin.

Viisi vuotta toimineiden lyhyen koron rahastojen keskimääräinen hallinnointi- ja säilytyspalkkio on 0,38 prosenttia. Euribor-korossa ei luonnollisesti ole mitään hallinnointipalkkiota, ja mielenkiintoista on havaita, että rahamarkkinarahastojen keskimääräinen vuosituotto (2,44 %) kolmen vuoden aikana on ollut 0,24 prosenttiyksikköä vähemmän kuin kolmen kuukauden Euribor-indeksin tuotto (2,68 %). Voidaan siis sanoa, että lyhyen koron rahastot tuottavat niukasti paremmin kuin kuin Euribor-korko, mutta tästä tuotosta vähennetään rahaston hallinnointipalkkio.

Muutamia vuosia sitten Suomessa julkaistiin tutkimus, jonka keskeisenä tuloksena raportoitiin korkorahastojen keskimäärin hävinneen korkoindeksille. Tutkimuksen suosituksena oli välttää rahastoja ja tehdä sijoitukset suoraan korkomarkkinoille. Tutkimustulos oli oikea, mutta suositus 180 astetta väärään suuntaan. Rahan tukkumarkkinoilla minimisijoitukset esimerkiksi pankkien sijoitustodistusmarkkinoilla ovat useita kymmeniä tuhansia euroja. Tuolla summalla pystyy ostamaan yhtä sijoitustodistusta, kun hajautetun ja siis euribor-koron pohjana olevan salkun muodostaminen edellyttää muutaman kymmenen eri sijoitustodistuksen ostamista. Euribor-korkoihin pääseminen edellyttää siis minimissään muutamien miljoonien eurojen korkosalkkua ja henkilöä, joka aktiivisesti rullaa sijoituksia eteenpäin niiden erääntyessä muutaman kuukauden välein. Ei ole ihme, että nimenomaan yritykset ovat löytäneet rahamarkkinarahastot välineeksi kassanhallintaansa.

4.6.2 Kauanko on tarpeeksi kauan?

Kuinka kauan täytyy yhtä sijoitusrahastoa tarkkailla, ennen kuin voi vetää sen johtopäätöksen, että se on vertailuindeksiään parempi? Riittääkö, että rahasto voittaa kahtena vuotena peräkkäin yli kahdella prosentilla vertailuindeksinsä? Ei riitä, eikä ole edes lähellä. Seuraavassa taulukossa on esimerkkejä siitä, miten pitkään eri erehtymisriskeillä tarvitaan, jotta voidaan sanoa rahaston todella voittaneen vertailuindeksinsä. Taulukko lähestyy asiaa tilastotieteen näkökulmasta: kuinka pitkään rahaston tulisi toimia, jotta sen kykyyn lyödä vertailuindeksi voisi luottaa viiden prosentin tai 20 prosentin erehtymisriskillä. Erehtymisriskillä tarkoitetaan tässä sitä riskiä, että salkunhoitaja on pystynyt erottumaan joukosta vain sattumalta eikä todellisen sijoituskykynsä perusteella. Rahaston ja vertailuindeksin tuottojen keskihajonnan oletetaan olevan 0,18 ja 0,20. Tuottojen korrelaation oletetaan olevan 0,90.

Rahaston indeksin ylittävä tuotto/vuosi	**5 %:n riski vuotta**	**20 %:n riski vuotta**
1 %	292	125
2 %	73	31
3 %	32	14
5 %	12	5
7 %	6	3
10 %	3	1

Kuvio 36. Miten pitkään rahaston pitää voittaa vertailuindeksi, jotta sen kykyyn voittaa indeksi voi luottaa 5 prosentin ja 20 prosentin erehtymisriskillä.

Taulukosta havaitaan helposti, että menestyvien rahastojen on erittäin vaikea erottua joukosta. Jos esimerkiksi rahasto kykenee voittamaan vertailuindeksinsä keskimäärin kolme prosenttia vuodessa – mikä on jo erittäin hyvä suoritus – tarvitaan kokonaiset 32 vuotta ennen kuin rahastohoitajan kyvyt tulevat osoitetuiksi viiden prosentin erehtymisriskillä. Tuskin kukaan salkunhoitaja kuitenkaan pysyy näin kauan yhdessä työpaikassa ja kun rahaston salkunhoitaja vaihtuu, entisillä näytöillä ei enää ole paljoakaan painoa.

Taulukkoa voidaan tulkita myös toiseen suuntaan: on erittäin vaikeata osoittaa, että jokin yksittäinen rahasto olisi menestynyt erityisesti kelvottomasti. Onkin käytännössä lähes mahdotonta löytää tilastollisesti pätevää näyttöä siitä, että jokin rahasto olisi menestynyt pitkän aikaa erityisen huonosti. Jos jokin rahasto menestyy huonosti, se lopetetaan tai sulautetaan toiseen rahastoon. Tai ainakin salkunhoitaja vaihdetaan – paljon ennen 32 vuoden ajanjakson päättymistä.

Yhdysvaltalaisissa tutkimuksissa on havaittu, että osa rahastosijoittajista, ns. "viisas raha" seuraa hyviä salkunhoitajia rahastosta toiseen näiden vaihtaessa uuteen työpaikkaan. Salkunhoitaja on siis ratkaiseva peruste sille, mikä rahasto valitaan. Empiirinen evidenssi osoittaa, että tällaisella sijoitusstrategialla viisas raha on pystynyt ansaitsemaan ylisuuria tuottoja vertailuindeksiinsä nähden. Ns. "tyhmä raha", joka on itsepintaisesti pitänyt varansa yhdessä rahastossa huomioimatta salkunhoitajan muutoksia, on menestynyt keskimääräistä huonommin.

4.6.3 Oma menestys ei välttämättä ole sen parempi

Jos muutama salkunhoitaja pystyy voittamaan vertailuindeksinsä reilusti, vastaavasti muutama salkunhoitaja häviää indeksille. Keskimäärin salkunhoitajat tuottavat saman kuin yleisindeksi. Saattaa tuntua tylsältä tunnustaa, että ammattimainen salkunhoitaja ei ehkä pystykään voittamaan markkinoiden yleisindeksiä. Toisaalta: mikä on sijoittajan vaihtoehto – tehdä sijoitukset itse. Mutta jos kurssien ennustaminen on vaikeaa ammattilaiselle, ei se ole helppoa amatöörillekään. Tästä huolimatta monesta sijoittajasta tuntuu siltä, että oma salkku tuottaa paremmin kuin yleisindeksit.

On tavattoman inhimillistä pyrkiä unohtamaan huonot sijoitukset ja muistella onnistuneita päätöksiä. Huonot sijoituspäätökset olivat todennäköisesti alun perinkin jonkun meklarin tai sijoitusneuvojan ideoita. Onnistuneet sijoitukset sen sijaan lähtivät liikkeelle omasta päättelystä. Tuttua, eikö vaan. Niin kauan kuin ihmiset sijoittavat omia varojaan, on aivan hyväksyttävää perustella sijoituksia itselleen jälkikäteen juuri niin kuin haluaa. Se ei kuitenkaan tarkoita sitä, että kaikki muut sijoittajat paitsi Sinä tekivät markkinoilla vain onnistuneita sijoituksia. Todellisuudessa monet sijoittajista häviävät selvää rahaa markkinoilla uskomalla omiin kykyihin enemmän kuin mihin realismi antaisi aihetta. Tutkimustulokset ovat tässä kohdin lahjomattomia.

Minkä takia nousevat kurssit sekoittavat pään? Ongelma johtuu pitkälti siitä, että sijoittajan on erityisen vaikea erottaa omat kyvyt puhtaasta sattumasta. Hyviä tuottoja kokevat sijoittajat ovat taipuvaisia luottamaan omiin kykyihinsä liikaa. Ihmiset oppivat omista kyvyistään seuraamalla omien tekojensa seurauksia. Suurin osa ihmisistä, ja myös sijoittajista, yliarvioi omien tekojensa vaikutuksen omissa onnistumisissaan. Tämä pätee erityisesti nousevien kurssien aikaan. Ulkoisten voimien vaikutus on helppo unohtaa.

Miten sijoittajan liiallinen luottamus omiin kykyihinsä sitten kehittyy? Voitaneen olettaa, että aloittelevalla sijoittajalla ei ole liian suuria luuloja itsestään. Jos et ole koskaan sijoittanut penniäkään, et todennäköisesti kuvittele paljon itsestäsi sijoittajana. Kun sijoittaja pikku hiljaa kerää kokemuksia, hän ensimmäisen parin onnistuneen sijoituksen jälkeen alkaa uskoa omiin kykyihinsä. Mitä enemmän sijoittaja kokee menestystä, sitä enemmän hän alkaa luottaa omiin kykyihinsä. Tutkimukset osoittavat, että mitä enemmän sijoittaja luottaa omiin kykyihinsä, sitä enemmän hän alkaa käydä kauppaa ja sitä enemmän hänen salkkunsa tuoton volatiliteetti eli riski kasvaa. Sijoittaja on siis alttein liialliselle uskolle omiin kykyihinsä silloin, kun hänellä on vähän kokemusta ja paljon menestystä takana.

Miten sijoittajan sitten pitäisi valita salkunhoitaja tai rahasto? Ilmeisesti olisi suotavaa, että salkunhoitaja ei kärsi liiallisesta itseluottamuksesta, koska se johtaa liialliseen kaupankäyntiin ja suureen tuoton volatiliteettiin. On hankalaa käyttää salkunhoitajan historiallista menestystä mittarina hänen liiallisesta luottamuksestaan omiin kykyihinsä, koska samaa mittaria pitäisi käyttää myös salkunhoitajan muiden taitojen mittaamiseen. Sijoittaja tietysti haluaisi valita salkunhoitajan, joka on menestynyt historiallisesti mahdollisimman hyvin.

Kaikkein pahin kombinaatio on tietysti salkunhoitaja, jolla on lyhyt mutta erittäin menestyksekäs tuottohistoria. Salkunhoitajan valinnassa kannattaakin aina katsoa mahdollisimman pitkän aikavälin menestystä.

Valikoivan muistin ja ylisuuren itseluottamuksen yhdistelmä tulee kalliiksi sijoitusmarkkinoilla. Näiden lisäksi yksi sijoittajien yleinen luonteenpiirre on väärien päätösten katumus. Epäonnistuneet kaupat harmittavat aina; miksei tätäkin kauppaa voinut jättää tekemättä?

Mahdollisuuksia välttää katumuksen tunteita on kovin vähän, mutta tässä yksi: kun sijoitat johonkin osakkeeseen tai sijoitusrahastoon, vakuuta itsellesi, ettei ole mitään erityistä tietoa tai edes kuvitelmaa osakkeen tulevasta kurssikehityksestä. Lisäksi kannattaa tehdä vielä seuraavat päätökset: Kun salkkusi arvo mahdollisesti nousee, älä ala leuhkia vaimollesi/miehellesi ja naapureillesi, äläkä tunne ylpeyttä. Vastaavasti jos kurssit sattuvat laskemaan, älä tunne katumusta ja häpeää. Kannattaa ottaa alusta lähtien kurssien ennustamattomuus tosiasiana, jolle ei voi mitään.

Sijoitusrahastojen nettomerkinnät tarjoavat hyvän esimerkin sijoittajien kokemasta katumuksesta. Erittäin hyvin menestyneisiin rahastoihin virtaa rahaa huomattavasti nopeammin kuin sitä virtaa pois erittäin huonosti menestyneistä rahastoista. Yksi selitys ilmiölle löytyy sijoittajien harmista: ne, jotka sijoittivat huonosti menneisiin rahastoihin, eivät halua tunnustaa sitä realisoimalla tappionsa.

Katumuksen tunnetta voi lievittää, jos tietää verottajan olevan talkoissa mukana. Myyntitappioista on hyötyä verotuksessa silloin, kun sijoittajalla on myyntivoittoja muista sijoituksista. Koska myyntivoitot ja -tappiot voi verotuksessa tietyin edellytyksin nettottaa, myyntitappiot luonnollisesti pienentävät verotettavan myyntivoiton määrää.

4.6.4 Pystyykö markkinoita ennustamaan?

Rahoitusmarkkinoilla liikkuu niin paljon rahaa päivittäin, että desimaalin kymmenesosatkin ovat miljoonia euroja. Olisi mukavaa rakentaa rahakone, joka pystyy ennustamaan kursseja edes sen verran, että rahakoneen haltija pääsisi osalliseksi noista kymmenesosista. Rahakoneelle tarvitaan rakentaja. Jatkuvasti monimutkaistuvilla markkinoilla huomio kääntyy ensimmäiseksi oppineisiin ystäviimme. Jos he kerran ovat opiskelleet rahoitusteoriansa, ei luulisi olevan suuri vaiva rakentaa malli, joka pystyy ennustamaan kursseja edes muutaman päivän päähän.

Rahoitusteoria lähtee oletuksesta, että markkinat ovat ns. täydelliset. Tällaisilla markkinoilla ei ole kaupankäyntikustannuksia eikä veroja. Kaikki mahdollinen relevantti informaatio on kaikkien saatavissa ilman kustannuksia. Jos markkinat toimivat tehokkaasti, tuotto ja riski kulkevat aina käsi kädessä. Markkinoiden tehokkuus on koko yhteiskunnan kannalta tärkeä asia, koska rahoitusmarkkinoiden tehtävä on allokoida pääomia ylijäämäsektorilta alijäämäsektorille mahdollisimman optimaalisesti. Mikäli markkinat eivät toimi tehokkaasti, jotkut sijoittajat pystyvät saamaan suuria tuottoja ilman vastaavia riskejä. Yhteiskunnassa pääomat eivät enää ohjaudukaan mahdollisimman optimaalisesti ja koko talouselämä toimii vajaakäynnillä.

Kaikki tietävät, että käytännössä markkinoilla on kaupankäyntikustannuksia ja veroja eikä informaation hankkiminenkaan ole ilmaista. Ainakin informaation seuraamiseen kuluu aikaa, jonka voisi käyttää toisinkin. Rahoitusteoria tiedostaa tämän ja sanookin, että markkinat voivat kyllä toimia tehokkaasti, vaikka ne eivät aivan täydelliset olisikaan. Yksi rahoitustutkimuksen alue on ns. arbitraasisuhteiden tutkiminen. Arbitraasilla tarkoitetaan ilmaisia lounaita eli tilanteita, joissa sijoittajien on mahdollista tehdä voittoja ilman riskejä. Niin houkuttelevalta kuin tämä kuulostaakin, koko markkinoiden kannalta ylimääräiset ilmaiset lounaat eivät ole toivottavia, koska jonkun lounaat täytyy maksaa. Yhtä arbitraattoria vastaa toinen sijoittaja, joka tekee tappiota ilman minkäänlaista voitonmahdollisuutta. Paperilla arbitraasitilanteita aina silloin tällöin löytyy kehittyneiltäkin markkinoilta, mutta yleensä kaupankäyntikustannusten huomioiminen syö arbitraasivoitot nollille. Mitä täydellisemmät rahoitusmarkkinat ovat, sitä todennäköisempää on, että ilmaisia lounaita ei löydy edes paperilla. Kehittyneillä markkinoilla pääomat allokoituvat yhteiskunnassa tehokkaasti.

Toinen tutkimuksen alue on ns. anomalioiden tutkiminen. Onhan havaittu, että monissa pörsseissä kurssit keskimäärin nousevat tammikuussa (tammikuuilmiö), alkukuusta (kuunvaihdeilmiö) ja perjantaisin (viikonpäiväilmiö). Joidenkin tutkimusten mukaan kurssit ovat päivän sisällä korkeimmillaan kello kahden aikoihin iltapäivällä. Erilaisiin anomalioihin liittyy tyypillisesti sellainen piirre, että niiden olemassaoloa ei täysin pystytä selittämään. Yhtä kaikki anomaliat ovat sijoittajan kannalta mielenkiintoisia, jos ne vain tarjoavat mahdollisuuden tehdä rahaa. Käytännössä kurssit eivät kuitenkaan nouse joka tammikuun ensimmäisenä perjantaina iltapäivällä. Joskus käy nimenomaan päinvastoin. Anomaliat ovat lisäksi yleensä niin marginaalisen pieniä, että kaupankäyntikustannukset ja riski huomioiden ilmaiset lounaat jäävät tässäkin kohdin nauttimatta.

Rahoitusteorian vastaus pikarikkauksiin pyrkivälle on tyly: tuotto ja riski kulkevat aina käsi kädessä. Tuottoa on kyllä mahdollista saada, jos hyväksyy suuren riskin. Esimerkiksi optiomarkkinoilla useiden kymmenien prosenttien kurssimuutokset ovat jokapäiväisiä. Jokaiselta markkinalta löytyy sijoittajia, jotka ovat tehneet sijoitustoiminnalla omaisuuksia. Mitä tehokkaammista markkinoista on kyse, sitä todennäköisemmin omaisuudet ovat syntyneet nimenomaan riskinoton seurauksena. Lisäksi suurissa joukoissa omaisuuksia syntyy joillekin sijoittajille sattumaltakin. Lottomiljonäärin syntyminen kerran viikossa ei tarkoita sitä, että lottoaminen keskimäärin kannattaisi – huomio vain tahtoo kiinnittyä onnistujiin ja häviäjät unohdetaan.

Jos rahoitusteorian vastaus onkin tyly pikarikastujalle, tarjoaa se hyvän lähtökohdan vaurastujalle. Tuotto ja riski kulkevat käsi kädessä ja hajauttaminen tarjoaa ainoan ylimääräisen ilmaisen lounaan, joka markkinoilta on saatavissa. Tämän tiedon turvin sijoittaja pystyy hyvin toimivilla markkinoilla rakentamaan itselleen hyvin hajautetun salkun, jonka voi odottaa tuottavan riskiä vastaavan arvonnousun. Sijoitusrahastossa hajauttaminen tulee luontaisetuna.

4.6.5 Absoluuttinen totuus indeksisijoittamisesta

Kohtuullisen yleisen uskomuksen mukaan aktiivisesti hoidetut sijoitusrahastot keskimäärin häviävät passiiviselle indeksille. Ensimmäinen reaktio tällaisiin tutkimustuloksiin on selvä: kustannustehokkaan sijoittajan kannattaa tehdä indeksisalkku ja lopettaa tehokkailla markkinoilla hyödytön analyysi. Indeksirahastot tarjoavat kustannustehokkaan mahdollisuuden sijoittajalle, joka ei halua ottaa riskiä siitä, että aktiivinen salkunhoitaja tyrii koko homman valitsemalla salkkuun väärät sijoituskohteet ja vielä rahastaa tästä korkeammat palkkiot.

Indeksisijoittaminen on ilmiönä tavattoman mielenkiintoinen mutta myös huolestuttava. On arvioitu, että yhdysvaltalaisista institutionaalisista salkuista nykyään jopa kolmannes noudattaisi indeksistrategiaa. Eurooppalaisten sijoittajien odotetaan seuraavan perässä. Mitä tapahtuisi, jos kaikki sijoittajat olisivat indeksirahastosijoittajia? Ensinnäkin analyytikoita ei luonnollisestikaan enää tarvittaisi. Tutkimustulokseksi saataisiin, että rahastot tuottavat keskimäärin saman kuin markkinatkin (määritelmän mukaan näin tulisi eittämättä olla), mutta kulut huomioiden tuotot jäisivät alle keskimääräisen markkinan. Jos markkinoille jäisi yksi indekseistä välittämätön sijoittaja, tämä pystyisi ainoana markkinoita analysoivana pelurina keräämään erittäin epälikvideiltä markkinoilta suunnattomat ylivoitot. On ilmeistä, että markkinoiden toimivuuden kannalta ei ole toivottavaa, että läheskään kaikki osapuolet olisivat indeksisijoittajia.

Jos puolet aktiivisesti hoidetuista rahastoista häviää indeksille, toinen puoli väkisinkin voittaa indeksin. Näkökulmasta siis riippuu, onko lasi puoliksi tyhjä vai puoliksi täynnä. Monet indeksirahastotkin häviävät kulujen jälkeen indekseille. Akateemisesti valideja tutkimustuloksia on lukuisia sekä indeksisijoittamisen puolesta että sitä vastaan. Näistä havainnoista riippumatta indeksisijoittaminen lisää suosiotaan, koska laiskojen instituutioiden laiskoilla salkunhoitajilla on suunnaton houkutus seurata indeksejä. Jos sattuu olemaan väärässä, on parempi olla väärässä muun markkinan mukana. Indeksisijoittaminen on kuitenkin niin helppoa, että on suuri riski olla näkemättä metsää puilta. Tässä piilee indeksisijoittamisen suurin haaste.

Pelkästään Euroopan alueella lasketaan useita kymmeniä erilaisia osakeindeksejä, ja lisää ilmestyy kuukausittain. Miksi näin monia indeksejä? Erilaisia yleisindeksejä lasketaan ensinnäkin kuvaamaan markkinoiden keskimääräistä kehitystä. Toisekseen indeksit ovat oivallisia apuvälineitä pyrittäessä arvioimaan salkunhoitajan toiminnan onnistuneisuutta. Indekseistä on hyötyä. Indeksejä ei sen sijaan lasketa sen vuoksi, että ne osoittaisivat sijoittajalle, miten sijoitussalkku tulisi muodostaa. Amerikkalaiset osaavat sanoa sen ytimekkäästi: "Don't be in thrall of the indexes; they're tools for measurement, not prescriptions for what you should own." Tässä kohdin liian monet sijoittajat ovat menneet harhaan.

Yleisindeksi ei voi kertoa sijoittajalle, millainen salkku hänen tulisi muodostaa. Kaikki sijoittajat ovat erilaisia sijoitussumman, -horisontin ja riskinottohalukkuuden suhteessa. Tämän vuoksi kaikille sijoittajille sopii erilainen salkku, jonka rakenteen määrää sijoittajakohtainen vastuurakenne. Indeksi on kaikille sama.

Vastuurakenteen määrittely onkin yksi keskeisimpiä sijoitustoiminnan kysymyksiä. Minkä vuoksi sijoitustoimintaa ylipäätään ollaan harjoittamassa? Miten pitkäksi aikaa sijoituksia ollaan tekemässä? Ovatko vastuut kotimaassa vai ulkomailla? Liittyvätkö vastuut jonkin tietyn toimialan kehitykseen? Tarvitaanko sijoitukselta säännöllistä kassavirtaa? Mikä on sijoittajan riskinottokyky? Muuttuuko sijoitustoiminnan tavoite vuosien mittaan? Jos näihin kysymyksiin ei jaksa etsiä vastauksia, jää salkunhoitajalle vaihtoehdoksi tehdä sijoitukset jonkin indeksin mukaan. Tällöin ei enää ole merkitystä sillä, valitaanko indeksiksi euroalueen osakeindeksi vai japanilainen pienyritysindeksi. Hatustahan indeksi joka tapauksessa repäistään.

Indeksisijoittaja tulee hyväksyneeksi sen, että hänen omistamansa osakesalkun koostumus muuttuu määräajoin. Toisinaan salkusta myydään savupiippuyhtiöitä pois ja tilalle otetaan (kurssinousun jälkeen) teknologiaa. Joskus taas toisin päin. Onko sijoittaja varma siitä, että myös hänen vastuurakenteensa muuttuu määräajoin? Institutionaalistenkin sijoittajien vastuurakenne muuttuu yleensä ajan mittaan, mutta sillä ei ole mitään tekemistä sen kanssa, sattuuko jokin yritys olemaan jossain indeksissä vai ei. Indeksisijoittaja on kuitenkin toista mieltä. Indeksisijoittaja

hyväksyy myös sen tosiseikan, että hänen salkkunsa arvo heilahtelee indeksirakenteita muutettaessa paljonkin.

Mitä enemmän maailmassa on indeksisijoittajia, sitä enemmän osakkeiden hinnat määräytyvät indeksipelien mukaisesti ja vastaavasti vähemmän yritysten tulevien kassavirtojen diskontattuna nykyarvona.

On väärin olettaa, että kaikki aktiivisesti hoidetut sijoitusrahastot voittaisivat indeksin. Markkinat ovat sikäli epätäydelliset, että siellä on sekä hyviä että vähemmän hyviä salkunhoitajia. Epätäydelliset markkinat tarkoittavat kuitenkin myös sitä, että analyysilla on mahdollista tuottaa lisäarvoa. Ja voittaa indeksi.

Toiselle sopii indeksisijoittaminen, toiselle aktiivinen riskinotto. Suuret rahastoyhtiöt maailmalla ovat myös huomanneet tämän: aluksi markkinoilla oli aktiiviseen salkunhoitoon profiloituneita rahastoyhtiöitä ja passiivisia indeksiyhtiöitä. Nykyään lähes kaikki suuret omaisuudenhoitotalot tarjoavat asiakkaille sekä aktiivisesti hoidettuja että indeksoituja tuotteita. Syy on yksinkertainen: ei ole olemassa absoluuttista totuutta siitä, kannattaako sijoittaa indeksin mukaan vai pyrkiä muodostamaan kaltaisensa salkku indekseistä huolimatta. Sijoittajat haluavat molempia vaihtoehtoja, jopa niin, että yksi ja sama sijoittaja uskoo indeksisijoittamisen autuuteen toisilla markkinoilla, kun taas toisilla markkinoilla hän pyrkii muodostamaan aivan markkinoista poikkeavan salkun. Tämän vuoksi rahastoyhtiöt tarjoavat vaihtoehtoja joka lähtöön.

4.7 Millä perusteella sijoittajat valitsevat rahaston?

4.7.1 Rahaston valintaan vaikuttavat tekijät

Rahaston salkunhoitajan kannalta mielenkiintoinen kysymys on, millä perusteella sijoittajat valitsevat rahastonsa. Yksi keino selvittää asiaa on kysellä sijoittajilta heidän sijoitusperusteistaan, mutta objektiivisempi ja tehokkaampi tapa tutkia asiaa on katsoa, millaiset rahastot kasvavat suhteellisesti nopeimmin. Kasvulla tarkoitetaan tällöin uusia nettomerkin-

töjä, eli rahaston kasvuluvuista on poistettava rahastojen "sisäinen kasvu" eli salkun tuotto. Kuukausittaiset nettomerkinnät raportoidaan mm. Rahastoraportissa.

Pääasiassa amerikkalaisissa tutkimuksissa on rahastojen kasvua pyritty selittämään seuraavilla tekijöillä:

a. Rahaston historiallinen tuotto (riskikorjattu ja/tai riskikorjaamaton)

Ideana on, että sijoittajat pyrkivät etsimään sellaisen rahaston, joka tuottaa parhaiten. Vaikka tulevaisuuden tuoton ennakointi on vaikeaa, uskovat sijoittajat historiallisen tuoton ennakoivan myös tulevaisuuden tuottoja. Tämä voi olla perusteltuakin, sillä hyvä historiallinen tuotto voi olla osoitus salkunhoitajan ammattitaidosta. On myös mahdollista, että hyvä tuotto on lähinnä osoitus salkunhoitajan hyvästä tuurista, ja se puolestaan voi loppua jossain vaiheessa.

Rahastojen mainonnassa tulee nykyään aina mainita, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Vaatimuksen taustalla on huoli siitä, että sijoittajat saattavat unohtaa historian olevan nimenomaan historiaa. Pelkästään peräpeiliin katsomalla harva uskaltaa autoakaan ajaa. Joskus historian unohtaminen voi olla todella kannattavaa: FIM Russia on Venäjälle sijoittava rahasto, joka aloitti toimintansa keväällä 1998 – juuri ennen Venäjän rahoitusmarkkinoiden kriisiä syksyllä 1998. Rahaston arvo laski sadasta kolmeentoista. FIM teki mainoskampanjan, jonka viesti oli lyhyesti: historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tänään, vuosia myöhemmin, voidaan nähdä, että näin todellakin oli tilanne, kun rahaston arvo on noussut moninkertaiseksi.

Aina silloin tällöin julkaistaan vertailuja, joissa seurataan apinan banaanipalkalla valitseman osakesalkun kehitystä korkeapalkkaisen salkunhoitaja-ammattilaisen valitsemaan. Toinen juttutyyppi on sellainen, jossa toimittajaremmi valitsee osakesalkun tikkaa heittämällä. Kaikissa toistaiseksi julkaistuissa jutuissa apina tai tikkaremmi on voittanut kalliin ammattilaisen. Tiukkapipoiset akateemikot voivat arvostella vertailuja sillä, että niissä ei oteta riskiä huomioon. Toiset skeptikot voivat epäillä, että vain sellaiset vertailut ylittävät julkaisukynnyksen, joissa tulos on mahdollisimman epäedullinen ammattilaisten näkökulmasta. Yhtä kaikki, moni vertailu on todennäköisesti tehty asiallisesti, mutta siitä huolimatta harva uskaltaa jättää eläkevarojen sijoittamisen Korkeasaaren asukkien tehtäväksi. Toimittajien tikkaremmistä puhumattakaan.

Amerikkalaiset tutkijat Erik Sirri ja Peter Tufano selvittivät vuonna 1997, miten varallisuutta siirtyy yhdysvaltalaisiin sijoitusrahastoihin ja sieltä pois. He havaitsivat, että kotitaloudet sijoittavat mielellään sellaisiin rahastoihin, jotka ovat tuottaneet edellisellä periodilla erittäin hyvin. Sellaiset sijoitusrahastot, jotka markkinoivat itseään voimakkaasti, ovat yleensä palkkioissaan korkeimmin hinnoiteltuja. Nämä rahastot ovat usein myös parhaiten tuottavia.

Yhdysvalloissa keskimääräiset sijoitukset rahastoihin ovat samaa luokkaa kuin uusien autojen hinnat. Molemmissa tapauksissa kuluttajalla on valittavanaan suuri määrä vaihtoehtoja eri yrityksistä ja yritysten sisällä olevasta valikoimasta. Kuluttajaa pommitetaan mainonnalla ja neuvojilla sekä varsinaisilla auto-/rahastomyyjillä. Tunnetut automerkit ja sijoitusrahastot myyvät parhaiten.

Tutkijat havaitsivat, että kuluttajat näyttävät mieltyneen rahastoihin, joiden palkkiot ovat pienet ja riskitaso alhainen. Jos sijoitusrahaston tuotto on korkea, rahavirta sisään kasvaa ja samalla palkkiotuotot kasvavat. Toisaalta, jos rahaston tuotot ovat hyvin alhaiset, rahavirta sisään ei merkittävästi heikkene ja palkkiot ovat pienet. Sijoittajat tuntuvat jäävän alun perin tuottoisaan rahastoon asiakkaiksi, vaikka tuotot vähenevätkin myöhemmin.

Knuutila, Puttonen ja Smythe (2007) tutkivat suomalaisten osakerahastojen nettosijoituksia vuosina 2002–2004. Tulosten mukaan pankkiriippumattomilla rahastoyhtiöillä rahastojen historiallisella tuotolla on merkitystä, mutta pankkien omistamien rahastoyhtiöiden rahastoihin sijoitetaan riippumatta niiden historiallisesta kehityksestä. Seuraavassa kuviossa on esitetty pankkiriippumattomien osakerahastojen prosentuaalinen kasvu sen suhteessa, montako Morningstar-tähteä rahasto on saanut. Viiden tähden rahastot ovat historiassa menestyneet parhaiten suhteessa kilpailijoihinsa ja yhden tähden vastaavasti huonoiten.

	Pankkien rahastot	*Pankkiriippumattomat rahastot*
Morningstar-tähtiä	**Merkintöjen nettovirta %**	**Merkintöjen nettovirta %**
5	6,70 %	79,86 %
4	19,15 %	13,86 %
3	44,06 %	7,62 %
2	3,79 %	5,4 %
1	3,14 %	4,98 %

Kuvio 37. Suomalaisten pankkiriippumattomien rahastojen nettomerkinnät historiallisen tuoton (Morningstar-tähtiä) mukaan.

Kansainvälistenkin tutkimusten mukaan selvästi parhaiten rahastojen uusia merkintöjä selittää rahaston historiallinen tuotto. Sijoittajat käyttäytyvät myös epäsymmetrisesti: parhaiten tuottaneet rahastot saavat paljon uusia sijoittajia, mutta huonosti menestyneet eivät toisaalta menetä vanhoja osuudenomistajia. Rahaston salkunhoitajalle tämä kertoo mielenkiintoisella tavalla optimaalisen strategian: koska sijoitusten epäonnistuminen ei tarkoita sijoittajien menettämistä ja parhaiten uusia sijoittajia saa salkun hyvällä tuotolla, kannattaa rahaston pyrkiä mahdollisimman suureen riskiin ja sen kustannuksella hyviin tuottoihin.

Toisaalta salkunhoitajan elämä ei välttämättä ole näin yksinkertaista. Suuressa rahastoyhtiössä voidaan pelätä yhden mätämunarahaston heijastusvaikutusten ulottuvan muihinkin rahastoihin. On tyypillistä, että salkunhoitajan mahdollisuutta poiketa vertailuindeksistä rajoitetaan, jotta epäonnistuttaessa muut rahastot eivät kärsisi.

b. Rahaston palkkiot ja sijoitustoiminnan aktiivisuus

Yleensä rahastoyhtiö perii sijoituksista osto- ja myyntipalkkion (toisin sanoen merkintä- ja lunastuspalkkion) sekä hallinnointipalkkion. Koska palkkiot luonnollisesti pienentävät sijoittajan saamaa nettotuottoa, voisi kuvitella, että sijoittajat eivät olisi niin kiinnostuneita sijoittamaan rahastoihin, joiden palkkiot ovat keskimääräistä suuremmat. Toisaalta voi olla, että rahasto perii korkeita palkkioita nimenomaan aktiivisen analyysityömäärän vuoksi, ja analyysin tavoitteena taas on saavuttaa keskimääräistä parempi tuotto. Suomenkin markkinoilta on olemassa tutkimustuloksia, joiden mukaan suuremmat palkkiot eivät näkyisi parempana tuottona. Käytännössä tutkimuksissa on havaittu, että palkkioilla on vain hyvin vähän jos ollenkaan vaikutusta uusiin merkintöihin.

Hallinnointipalkkio on salkunhoitajan veloitus omasta työstään. Paljon työtä tarkoittaa yleensä korkeaa palkkiota. Korkea hallinnointipalkkio ei välttämättä tarkoita sitä, että rahasto toimii erityisen aktiivisesti. Pienessä keskimääräistä erikoisemmassa rahastossa hallinnointipalkkio voi olla perusteltu, sillä salkunhoitajan työmäärä on suhteellisen kiinteä eikä riipu juurikaan rahaston koosta. Instituutiosijoittajille suunnatuissa rahastoissa palkkiot ovat jonkin verran tavallisia rahastoja alhaisempia, mutta se ei tarkoita sitä, että niitä hoidettaisiin jotenkin keskimääräistä passiivisemmin.

Rahastojen aktiivisuus on sellaisenaan mielenkiintoinen termi, sillä aktiivisuutta voi olla monenlaista. Aktiivinen kaupankäynti salkkuun kuuluvilla arvopapereilla on luonnollisesti aktiivisuutta, joka joskus tuottaa vertailuindeksiä paremman tuoton, joskus ei. Toisentyyppistä aktiivista salkunhoitoa on indeksisijoittamisen vastakohta, jossa valitaan arvopaperit eri perusteilla kuin indeksin painot. Tällainen salkunhoito voi olla määritelty aktiiviseksi, vaikka varsinaista arvopaperikauppaa ei välttämättä tehtäisikään jatkuvasti.

Suomen Sijoitusrahastoyhdistys ry:n suosituksen mukaan rahastoyhtiöt raportoivat nykyään salkun kiertonopeuden, joka omalta osaltaan kertoo luonnollisesti siitä, miten paljon arvopaperit kiertävät salkussa. Passiivisessa salkussa kiertonopeus on pieni, mutta se ei luonnollisestikaan tarkoita sitä, että rahaston tuotto välttämättä olisi parempi tai huonompi kuin markkinaindeksin. Jatkossa voi joka tapauksessa tutkia, pitävätkö sijoittajat salkun kiertonopeutta hyvänä, huonona vai yhdentekevänä informaationa valitessaan rahastoa.

Suomen Sijoitusrahastoyhdistys ry on antanut suosituksen myös ns. TER:n eli Total Expense Ration laskemiseksi. Kaava perustuu Yhdysvaltain Investment Company Instituten standardiin ja on myös Yhdysvaltain rahoitusvalvontaviranomaisen, Securities and Exchange Commissionin hyväksymä, TER-luku lasketaan seuraavalla kaavalla:

TER = A + B + C + D

Selitykset:

A = Rahaston pääomasta veloitettava hallinnointipalkkio ilmaistuna prosentteina p.a. Mahdolliset tuottosidonnaiset palkkiot tulee aina ilmoittaa erikseen TER-luvun yhteydessä.

B = Rahaston pääomasta mahdollisesti erikseen veloitettava säilytyspalkkio ilmaistuna prosentteina p.a.

C = Rahaston pääomasta mahdollisesti veloitettavat tilinhoito- ja muut pankkikulut.

D = Mahdolliset muut palkkiot, joita kyseisen rahaston sääntöjen mukaan voidaan veloittaa suoraan rahaston pääomasta. Suomeen rekisteröidyissä rahastoissa tällaisia kuluja ei kaupankäyntikulujen lisäksi ole, mutta useissa ulkomailla rekisteröidyissä rahastoissa tällaisia kuluja voivat olla esim. lakisääteisteisten dokumenttien (rahastoesite, osavuosi- ja vuosikatsaus) tuotantokulut, muut tiedottamiskulut, juridiset palkkiot, ja tilintarkastuspalkkiot ym. Edellä mainitut kulut sisältyvät Suomen nykykäytännön mukaan rahastoyhtiön veloittamaan hallinnointipalkkioon.

Huomattavaa on, että TER-luku ei sisällä rahaston kaupankäyntikuluja. Uuden suosituksen mukaan rahastoyhtiöiden on raportoitava vähintään vuosikertomuksessa ja osavuosikatsauksissa myös rahastoyhtiön lähipiiriin kuuluvalle sijoituspalveluyritykselle maksetut välityspalkkiot. Maksetut palkkiot ilmoitetaan rahastokohtaisesti prosenttiosuutena rahaston maksamista välityspalkkiosta laskettuina.

OP-Focus -rahaston tunnusluvut 31.12.2006 (www.op.fi, rahastojen vuosikertomus)

Volatiliteetti	16,6 %
Tracking Error	10,3 %
Salkun kiertonopeus	340,9 %
TER (Total Expense Ratio)	1,8 % p.a.
Rahaston kaupankäyntikulut	1,2 %
OP-Rahastoyhtiö Oy:n lähipiiriin kuuluvalle sijoituspalveluyritykselle maksetut välityspalkkiot	66 %

Sirri ja Tufano tutkivat Yhdysvalloissa myös palkkioiden vaikutusta rahastojen kasvuun ja havaitsivat, että palkkioiden nostaminen ei vaikuta rahaston kassavirtaan. Tämä merkinnee sitä, että rahaston vanhat asiakkaat eivät ole kovinkaan herkkänahkaisia kustannusten kasvulle. Tulos on sopusoinnussa sen kanssa, että asiakkaat eivät myöskään ole halukkaita vaihtamaan huonosti menestynyttä rahastoa uuteen. Näyttää siis siltä, että ostettuaan kerran jonkin rahaston osuuksia asiakkaat pysyvät uskollisina myös vastamäessä. Sen sijaan rahaston alentaessa palkkioita vaikutus on toisenlainen, silloin rahastojen kassavirrat kasvavat. Tämä saattaa johtua esimerkiksi siitä, että palkkioiden alennus lanseerataan usein mainoskampanjan avulla. Mitä enemmän sijoittaja saa informaatiota rahastosta, sitä alhaisemmiksi muodostuvat hänen omat sijoitusmuodon etsintäkustannuksensa.

c. Rahaston tarjoamat palvelut

Ainakin periaatteessa rahaston tarjoamien palvelujen (hyvä raportointi, muu sijoitusneuvonta, helpot siirrot rahastojen välillä, kattava rahastovalikoima, puhelinpalvelu, kaupankäynnin helppous) voisi odottaa näkyvän keskimääräistä suurempana rahastojen kasvuna – auttavathan palvelut sijoittajaa hänen tehdessään ja seuratessaan sijoituksiaan. Monet palvelutoiminnoista ovat automatisoitavissa, ja näin erityisesti suuret rahastoyhtiöt voivat hyödyntää skaalaetuja palveluissa. Toisaalta voidaan ajatella, että parempien palveluiden tuottaminen asiakkaille aiheuttaa rahastoille aina kustannuksia, jotka heijastuvat perittävissä palkkioissa. Näin parempi palvelutaso ei välttämättä heijastuisikaan suurena rahaston kasvuna.

Palvelujen tasoa on vaikea sellaisenaan mitata, mutta yleishavaintona voidaan sanoa, että palveluvalikoimalla on merkitystä rahastojen kasvulle. Suomessa pankkien rahastoyhtiöt muodostavat ylivoimaisen enemmistön markkinoista, mitä ei voi selittää yksinomaan rahastojen tuotoilla, palkkioilla tai aktiivisuudella. Eurooppalaisen ns. universaalipankkiperinteen tuloksena ihmiset ovat tottuneet hoitamaan kaikki raha-asiansa pankissa. Näin ollen rahastovalintaan eivät niinkään vaikuta tuotot ja palkkiot kuin sijoitustoiminnan helppous ja tuttu pankkisuhde.

Amerikkalaisilla markkinoilla tilanne on kovasti erilainen, ja kansalaisilla on tyypillisesti suhde useaan eri rahoitusinstituutioon. Asuntolaina hankitaan niihin erikoistuneesta mortgage bankista, luottokorttia haetaan luottokorttiyhtiöstä, maksuliikenne hoidetaan meikäläisittäin tavallisessa pankissa, vakuutusasiat hoidetaan pelkästään vakuutuksiin erikoistuneessa yhtiössä, osakekaupankäyntisopimukset tehdään suoraan pankkiiriliikkeen kanssa, ja muut sijoitusasiat hoidetaan meklarin avustuksella tai ottamalla yhteys suoraan rahastoyhtiöön. Rahastojen valinta tehdään todennäköisesti aktiivisesti niitä vertailemalla, eikä päätöstä tehdä pelkästään sillä perusteella, että kun kaikki raha-asiat on totuttu hoitamaan muutenkin yhdessä pankissa, valitaan vain sen pankin rahastoja.

d. Mainonta

Rahoitusteorian kannalta mielenkiintoinen selitys rahastojen kasvulle on mainonta. Teoriassahan tällaisilla tekijöillä ei pitäisi olla mitään vaikutusta sijoittajien käyttäytymiseen – eihän mainonta paranna rahaston tuottoa tai vähennä sen riskiä. Pikemminkin päinvastoin, mainontahan lisää rahastoyhtiön kustannuksia. Selvyyden vuoksi on muistettava, että Suomessa rahaston mainonnan maksaa todellakin rahastoyhtiö, eikä mainonta näin ollen rasita rahastoja. Toisin voi olla joissakin ulkomaille rekisteröidyissä rahastoissa, joiden säännöissä voidaan todeta erityyppisiä kuluja katettavan rahastojen varoista.

Joka tapauksessa rahastoja mainostetaan kaikissa maissa, joissa niitä sijoittajille tarjotaan. Tyypillisesti suomalaisia rahastoja mainostetaan tammikuussa, jolloin ihmiset vuoden vaihteen jälkeen ovat valmiit miettimään kulutuksen sijasta säästämiseen liittyviä asioita. Rahastoyhtiöiden näkökulmasta alkuvuoden mainostamista puoltaa sekin, että silloin mediatila voi olla jopa puolet edullisempaa kuin normaalisti. Loppukeväällä mainoskampanjat lopetetaan ihmisten siirtyessä ainakin henkisesti kesälaitumille. Alkusyksyllä rahastojen mainostaminen yleensä aktivoituu, kun rahastoyhtiöissä ajatellaan ihmisten taas ryhdistäytyvän kesän veltoilun ja mässäilyn jälkeen.

Tutkimustulosten mukaan sijoittajat suosivat aktiivisesti mainostettuja rahastoja. Ainakin rahoitusteoreettisesti tulos on hyvinkin mielenkiintoinen. Rahaston aktiivisen mainostamisen ei nimittäin voi odottaa lupaavan hyvää tuottoa tulevaisuudessa. Pikemminkin päinvastoin! Yhdysvaltalaisessa tutkimuksessa (Jain & Wu, 2000) havaittiin, että ensinnäkin sellaisia rahastoja mainostetaan aktiivisimmin, jotka ovat historiallisesti tuottaneet hyvin. Tämä ei varmasti yllätä edes paatuneinta rahoitusteoreetikkoa. Totta kai rahastoyhtiö haluaa tuoda esille hyviä rahastojaan sen sijaan, että se kovalla rahalla hehkuttaisi huonosti menneitä rahastojaan (tietenkin poikkeuksena edellä mainittu FIM Russia, jossa tilanne käännettiin ylösalaisin). Mielenkiintoiseksi tutkimustuloksen tekee se, että ihmiset uskoivat mainoksiin ja sijoittivat näihin mainostettuihin rahastoihin aktiivisesti – vain havaitakseen, että näiden paljon mainostettujen rahastojen tuotot jatkossa olivat selvästi huonompia kuin muiden rahastojen.

Ajoitukseen vaikuttaa myös yleinen markkinatilanne. Osakemarkkinoiden hintojen tultua voimakkaasti alas ei mainoskampanjoillakaan saada ihmisiä kiinnostumaan rahastosäästämisestä. Kaikissa olosuhteissa markkinoilta löytyy hyviä ja huonoja rahastoja, mutta sijoittajat ovat tässä(kin) suhteessa melkoisia sopuleita. Kurssien noustua riittävän pitkään kaikki innostuvat rynnistämään markkinoille. Tutkimustulostenkin mukaan mainoskampanjat tehoavat vain silloin, kun markkinoille yleensäkin tulee uusia sijoittajia ja uutta rahaa.

4.7.2 Millä perusteella rahasto sitten pitäisi valita?

Erään pankin sijoitusneuvojia pyydettiin laittamaan tärkeysjärjestykseen sijoitusrahastojen tunnuslukuja sen mukaan, miten tärkeänä sijoitusneuvoja uskoo asiakkaidensa niitä pitävän. Järjestys oli seuraava (1 tärkein, 11 vähiten tärkeä):

Tunnusluku	Keskiarvo
Historiallinen 12 kuukauden tuotto	3,2
Historiallinen 3 vuoden tuotto	3,6
Rahaston merkintäpalkkio	4,1
Rahaston hallinnointipalkkio	4,8
Rahaston lunastuspalkkio	5,2
Sharpen indeksi	5,4
Tracking error	6,2
Rahaston maksama tuotto-osuus	7,2
Salkun kiertonopeus	7,8
Jensenin alfa*	8,2
Treynorin mittari*	8,9

* Treynorin mittaria ja Jensenin alfaa emme tässä kirjassa ole erikseen käsitelleet, koska rahastoyhtiöt eivät yleensä raportoi niitä eikä niitä ole Rahastoraportissa. Mittarit kuvaavat rahaston riskikorjattua tuottoa.

Oman kokemuksemme perusteella olisimme laittaneet tunnusluvut samaan järjestykseen. Sijoittajat ovat kiinnostuneita rahaston historiallisesta tuotosta ja palkkioista. Jensenin alfasta on vaikea olla kiinnostunut, kun ei tiedä, lasketaanko se prosenteissa vai litroissa.

Tulosten raportoinnin yhteydessä moni sijoitusneuvoja koki tarpeelliseksi selittää, että asiakkaiden tulisi toki katsoa muitakin asioita kuin historiallista tuottoa ja rahaston palkkioita. Sijoitusneuvojat ovat sekä oikeassa että väärässä.

Rahastoyhtiöiden tulee mainoksissaan muistuttaa, että rahaston historiallinen tuotto ei ole tae tulevasta. Siitä huolimatta me sijoittajat olemme kiinnostuneita historiallisesta tuotosta ja perisyntimme on, että tulemme tehneeksi ennusteita pitkälle tulevaisuuteen muutaman kuukauden historiallisen tuoton perusteella. Tutkimukset Yhdysvalloista ja Suomesta vahvistavat tämän: vahvimmin sijoittajien rahastosijoituksia selittää historiallinen tuotto. Jos siis salkunhoitajana haluat rahastoosi paljon rahaa, hanki rahastolle hyvä tuottohistoria. Helpommin sanottu kuin tehty.

Historiallinen kehitys ei keskimäärin ole tae tulevasta. Mutta toisaalta tuntuisi hullulta antaa rahat luuserille, kaverille, joka on osoittanut poikkeuksellista kykyä löytää markkinoiden huonoimmat sijoituskohteet kuukaudesta toiseen. Syytä ei olekaan; tutkimusten mukaan hyvien rahastojen on vaikeaa pysyä huipulla, mutta huonot salkunhoitajat pystyvät pysymään pohjilla pitkäänkin.

Yhdysvaltalaisten tulosten mukaan viisas raha seuraa salkunhoitajaa, jolla on näyttöjä menestymisestä lyhyellä aikavälillä. On todennäköistä, että "kuumana" käyvä salkunhoitaja pystyy menestymään vielä jonkin aikaa, valitettavasti kylmeneminen kyllä seuraa reilun vuoden kuluttua. Tietenkin markkinoilta löytyy salkunhoitajia, jotka pystyvät lyömään vertailuindeksin vuosi toisensa jälkeen. Poikkeus vahvistaa perussäännön.

Palkkiot puhuttavat aina. Selvää on, että turhia palkkioita ei kannata maksaa. Palkkioissa säästävä valitsee indeksirahaston, hyvä niin. Mutta indeksiä seuraileva ei koskaan voita indeksiä. Akateemisesti valideja tutkimustuloksia on lukuisia sekä indeksisijoittamisen puolesta että sitä vastaan. Jos halutaan aktiivista salkunhoitoa ja mahdollisuus voittaa vertailuindeksi selvästi, voi olla hyvinkin järkevää maksaa salkunhoitajalle kunnon palkka.

Rahoitusteoreetikot ovat kehittäneet erilaisia mittareita, joissa pyritään ottamaan rahaston riski huomioon pelkän historiallisen tuoton lisäksi. On selvää, että jos kahdella rahastolla on sama tuotto, parempi on se, jossa salkunhoitaja on ottanut vähemmän riskiä. Tällaisiä riskikorjattuja tuottoja varten on kehitetty erilaisia mittareita Sharpen indeksistä Jensenin alfaan. Käytännössä näitä tunnuslukuja ei juurikaan seurata. Pitäisikö sitten?

Monimutkaisuus ei yksin tee tunnusluvusta parempaa. Monta kertaa yksinkertaisten tunnuslukujen seuraaminen on järkevää sijoitusmarkkinoilla, tuleepa ainakin seuranneeksi lukuja, joiden merkityksen ymmärtää. On myös hyvä muistaa, että historiallisesta aineistosta laskettu tunnusluku ei tule tulevaisuutta ennustavaksi sillä, että sitä laskettaessa käytetään monimutkaista kaavaa.

Rahastosijoittajan tulee miettiä monta asiaa selväksi ennen kuin ryhtyy tutkimaan rahastojen tracking erroreita ja Sharpen indeksejä. Onko kysymys kertasijoituksesta vai jatkuvasta säästämisestä, onko kysymys pie-

nestä vai isosta summasta, onko sijoittaja kiinnostunut osakkeista vai koroista, ollaanko sijoittamassa kotimaahan vai ulkomaille jne. Kaikkien näiden vastausten jälkeen tulee eteen tilanne, jossa valitaan itselle parhaiten sopiva rahasto. Tässä kohdassa erilaisten tunnuslukujen opettelusta ei ole haittaa. Hyöty riippuu siitä, miten hyvin sijoittaja osaa niitä tulkita. Rahastosäästää voi ilman Jensenin alfaakin.

Mitä sijoitusrahasto tuottaa? Entä paljonko se maksaa? Usein kuultuja tärkeitä kysymyksiä. Ne ovat myös kysymyksiä, jotka osoittavat niiden esittäjän olevan täysin ulkona rahastomarkkinoista. Rahasto ei itsessään tuota mitään muuta kuin mitä siihen ostetut sijoitusinstrumentit (osakkeet, korkopaperi, talletukset) tuottavat. Rahasto on vain yksi tapa mennä markkinoille.

Rahasto on yksi mahdollisuus mennä markkinoille, mutta rahastoja on toki useita ja nykyään joka lähtöön. Pelkästään Suomen markkinoilla on rekisteröitynä useita satoja rahastoa, minkä lisäksi maassamme markkinoidaan lähes tuhatta ulkomaista rahastoa. Millaisiin asioihin sijoittajan sitten pitäisi kiinnittää huomiota? Seuraavassa on selitetty muutamia ulottuvuuksia, jotka helpottavat rahaston valintaa.

a. Salkunhoitoon liittyvät ulottuvuudet

Aktiivinen salkunhoito <--------> *Passiivinen salkunhoito (indeksi)*

Aktiivisella salkunhoidolla tarkoitetaan sitä, että rahaston koostumus on erilainen kuin vertailuindeksin. Passiivinen salkunhoitaja ei pyri ottamaan omaa näkemystä eri sijoituskohteiden paremmuudesta vaan tekee sijoitukset suoraan indeksipainojen perusteella. Tiukasti tehokkaisiin markkinoihin uskova valitsee indeksirahaston, joka tuottaa lopputuloksena saman tuoton kuin indeksi miinus rahaston hallinnointipalkkio. Passiivisen salkunhoidon kustannukset ovat alhaisemmat kuin aktiivisen. Itseensä uskova salkunhoitaja pyrkii ylipainottamaan sellaisia sijoituskohteita, joiden uskoo nousevan keskimääräistä enemmän. Vastaavasti joitakin kohteita alipainotetaan. Sijoittaja pyrkii valitsemaan sellaisen aktiivisen salkunhoitajan, jonka kykyyn voittaa markkinat hän uskoo.

Läpinäkyvä sijoituspolitiikka <--------> *Black box / "Trust me"*

Läpinäkyvällä eli transparentilla sijoituspolitiikalla tarkoitetaan sitä, että salkunhoitaja on etukäteen selvästi kertonut, millaista strategiaa salkunhoidossa noudatetaan. Rahastoyhtiö raportoi salkun sisällön useammin kuin säännöt vaativat, jotta sijoittajat pystyvät näkemään salkun sisällön kehittymisen esimerkiksi kuukausittain. Tavalliselta sijoitusrahastoltahan vaaditaan salkun sisällön raportointi vähintään puolivuosittain, erikoissijoitusrahastolta neljännesvuosittain. Rahaston salkunhoitaja voi hyvin ajatella, että kyseessä on sijoittajien varallisuus, minkä vuoksi on kohtuullista, että he halutessaan saavat tarkasti tietää, mihin varat on sijoitettu.

Ns. black box- tai "Trust me" -rahaston salkunhoitaja lähtee siitä, että hänen tehtävänään on hoitaa salkkua sijoittajan puolesta eikä sijoittaja halua aina tietää, miten rahaston varat kulloinkin on sijoitettu. Tällaisessa rahastossa mm. johdannaisten käyttö on yleensä määritelty vapaasti. Sekä osuudenomistajat että salkunhoitaja tietävät, että rahaston menestys perustuu paljolti salkunhoitajan ammattitaitoon. Salkunhoitaja voi hyvin ajatella, että sijoittajat ovat antaneet varat hänen sijoitettavakseen nimenomaan siitä syystä, että he eivät halua itse ottaa kantaa ja seurata rahaston sijoitustoimintaa. Erityisesti hedge fundit ovat tyypillisesti "mustia laatikoita".

Maantieteellinen fokus <--------> *Toimialafokus*

Monet suomalaiset instituutiot ja yksityishenkilöt ovat viime vuosina alkaneet hajauttaa varallisuuttaan kansainvälisesti. Rahoitusteoreettisesti hajauttaminen eri sykleissä kulkeville talousalueille onkin perusteltua, koska tällöin on mahdollista saavuttaa koko salkulle pienempi volatiliteetti. Kansainvälisen kaupankäynnin rajojen murtuminen, talouspoliittisen yhteistyön kasvu, kehittyneiden maiden talouksien integraatio ja yritystoiminnan globalisoituminen ovat johtaneet nykyiseen tilanteeseen, jossa sijoittajan kannalta maakohtaiset korrelaatiot ovat kasvaneet ja näin pienentäneet maadiversifioinnista taattavaa hyötyä.

Kansainväliset tutkimukset ehdottavat, että kansainvälinen toimialahajauttaminen on muodostunut merkittävämmäksi hajautuskeinoksi kuin

alueellinen hajauttaminen. Cavaglia, Brightman ja Aked (2000) havaitsivat, että toimialahajauttaminen on tullut jopa tehokkaammaksi tavaksi pienentää kokonaissalkun riskiä kuin maakohtainen hajauttaminen.

Value (arvo) <--------> *Growth (kasvu)*

Yrityksiä on erilaisia, toiset kasvavat, toiset eivät. Toiset ovat hyviä sijoituskohteita, toiset eivät. Sen sijaan ei ole ollenkaan selvää, ovatko kasvuyhtiöt hyviä vai huonoja sijoituskohteita. Historiassa kasvuyhtiöihin sijoittanut on itse asiassa menestynyt huonommin kuin ns. arvoyhtiöihin sijoittanut. Osakemarkkinoilla hyvät yritykset nousevat helposti huonompia suosituimmiksi – kannattaahan hyvästä maksaa enemmän kuin huonosta. Eri asia on, miten pitkään hyvän kehityksen voidaan uskoa jatkuvan. Yritykset voidaan jakaa value- (arvo-) ja growth- (kasvu-) yrityksiin sen mukaan, miten markkinat odottavat yritysten kasvattavan tulostaan.

Arvo-osakkeille on markkinoilla olemassa useitakin määritelmiä. Yleisin ja rahoituksen alan tutkimuksissa käytetty tunnusluku on yrityksen markkina-arvon ja substanssiarvon suhde. Arvoyhtiöillä markkina-arvo on alhainen suhteessa taseesta laskettuun substanssiarvoon. Arvosijoittaja arvioi erityisesti yrityksen oman pääoman tuottoa suhteessa oman pääoman markkina-arvoon. Jos pääoman tuotto on riittävä ja sijoittajalla on syytä uskoa, että tuotto ei jatkossa laske vaan pikemminkin nousee, hän voi valita yrityksen salkkuunsa. Markkinoilla on nykyään tarjolla sekä arvo- että kasvuosakkeisiin keskittyviä sijoitusrahastoja.

b. Sijoitustoiminnan puitteet

Pankki <--------> *Pankkiriippumaton*

Sekä pääomilla että osuudenomistajien lukumäärällä mitattuna suurimmat rahastoyhtiöt Suomessa ovat pankkien (Nordea, Sampo, OP-Pohjola) omistamia. Varsinaisen rahastosijoittamisen kannalta ei ole juuri eroa siinä, onko rahastoyhtiö osa pankkikonsernia vai onko se itsenäinen omaisuudenhoitoyhtiö. Nykyään pankkien rahastoyhtiötkin kehittävät rahastoja, jotka on suunnattu instituutiosijoittajille. Vastaavasti teknologian kehittyminen mahdollistaa myös pankkiriippumattomille rahastoyhtiöille laajan potentiaalisen yksityissijoittajakunnan.

Sijoitussidonnainen vakuutus <--------> *Suora sijoitus rahastoon*

Yksilölliset henki- ja eläkevakuutusmarkkinat ovat yksi nopeimmin kasvava sektori sijoitusmarkkinoilla. Sijoitussidonnaisen vakuutuksen ottaja määrää, mihin rahastoihin ns. vakuutusmaksut sijoitetaan. Vakuutuksenottaja pystyy seuraamaan sijoituksensa arvoa päivittäin sanomalehdistä, kuten minkä tahansa sijoitusrahaston arvoa. Ero tavallisen rahastosijoituksen ja unit linked -vakuutuksen välillä on periaatteessa pieni. Erot tulevat verotuksesta. Toisin kuin tavallinen rahastosijoittaja vakuutussäästäjä sitoutuu pitämään säästöt vakuutuksen alla tietyn, joskus pitkänkin ajan. Tätä sitoumusta vastaan hän saa hyötyä pääomatulo- ja ansioverotuksessa. Vakuutussäästäjän ei tarvitse maksaa pääomatuloveroa mahdollisista myyntivoitoista siirtyessään rahastosta toiseen vakuutussopimuksen alla. Sijoitussidonnaiset vakuutukset eivät ole verotettavaa varallisuutta.

Suomeen rekisteröity rahasto <--------> *Ulkomaille rekisteröity rahasto*

Suomessa myydään pääsääntöisesti kotimaahan ja Luxemburgiin rekisteröityjä rahastoja. Lähinnä verotuksellista syistä suomalaisten ei kannata ostaa esimerkiksi Ruotsiin rekisteröityjä rahastoja eikä niitä ole juuri edes tarjolla. Ulkomailla rekisteröidyt sijoitusrahastot voidaan jakaa sijoitusrahastodirektiivin mukaisiin rahastoihin ja rahastoihin, jotka eivät ole direktiivin mukaisia. Euroopan talousalueella toimiluvan saanut direktiivin edellytykset täyttävä sijoitusrahasto saa markkinoida osuuksiaan myös muissa ETA-valtioissa niin sanotun yhden toimiluvan periaatteella. Näihin rahastoihin sovelletaan niiden kotivaltion lakeja.

ETA-alueelta olevat direktiivin mukaiset rahastot saavat siten markkinoida osuuksiaan Suomessa, mutta niihin tarvitaan rahoitustarkastukselta markkinointilupa. ETA-alueen ulkopuolelta tulevat rahastot vaativat markkinointiin luvan valtiovarainministeriöltä.

Laaja (oma) tuotevalikoima <--------> *Keskittynyt tuotevalikoima*

Useat suuret rahastoyhtiöt pullistelevat laajoilla valikoimillaan. Tällaiset rahastoyhtiöt tahtovat palvella jokaista asiakasta omalla tuotteellaan ja myydä oman brandinsä alla rahastoa. Esimerkiksi Suomen suurimmilla pankeilla on kullakin 20–30 yleisölle myytävää rahastoa, jotka riskikartalle sijoitettuna vaihtelevat lyhyen koron rahastoista aina pikkuteknoihin sijoittaviin rahastoihin. Liki kaikki suomalaiset rahastoyhtiöt myyvät Aasiaan sijoittavia rahastoja. Jotkut rahastoyhtiöt hoitavat Aasia-salkkunsa Suomesta käsin eli poimivat osakkeet itse. Vaihtoehtona on salkunhoidon ulkoistaminen eli rahastoa myydään suomalaisena rahastona, mutta salkunhoito on annettu jollekin Aasiassa toimivalle salkunhoitajalle. Jos rahastoyhtiössä ei ole omaa Aasia-rahastoa, rahastomyyjä voi välittää jonkin suurin talon tai yhteistyökumppaninsa rahastoa.

Maailmalla ja Suomessakin on yhden rahaston rahastoyhtiöitä. Tällaisia ovat esimerkiksi hedge fundia pyörittävä Avenir ja Thaimaaseen sijoittavan Elite-rahaston hoitoyhtiö PYN Rahastoyhtiö. Nämä, kuten kaikki muutamaa rahastoa pyörittävät talot, keskittyvät kapealle sektorille. Melkein kaikki pankit ja isot rahastoyhtiöt pyrkivät tarjoamaan mahdollisimman laajaa tuotepalettia, jotta asiakkaiden moninaiset tarpeet saataisiin tyydytetyksi.

Kertasijoitus <--------> *Kuukausisäästö*

Rahastosijoituksen voi tehdä kertasijoituksena, jolloin ottaa tietoisen aikariskin. Osakerahastojen maailmaan kuuluvat vaihtelut pörssimarkkinan mukaan, minkä takia hetkellisesti markkina voi olla kaukana keskihinnasta. Tämän aikariskin saa poistetuksi, jos jakaa sijoituspanoksensa esimerkiksi useampaan osaan ja panee summan aina neljännesvuosittain. Rahoitusteoria sekä käytännössä eläkesäätiöt pohtivat paljon tämän aikahajautuksen merkitystä. Yksityishenkilöille rahastoyhtiöt tarjoavat varmimman tavan välttyä aikariskiltä: kuukausisijoitus. Tämä on myös käytännöllinen tapa säästää palkkapussista joka kuukasi tietty summa.

Jos sijoittaa 50 euroa kuukaudessa esimerkiksi viiden vuoden ajan, pääsee tasaisesti nauttimaan kurssinoususta, vaikka matkan varrelle mahtuisi paljonkin nopeita nousuja. Melkein kaikki suuremmat rahastoyhtiöt tarjoavat mahdollisuutta kuukausisijoittamiseen, mutta kuukausisäästäjän palkkiot vaihtelevat paljon rahastoyhtiöstä ja maksutavasta riippuen.

Palkkio kiinteä <--------> *Success fee*

Sijoittaja ei voi varmuudella tietää rahaston tulevaisuudesta paljonkaan. Varmaa on ainoastaan se, että rahasto perii palkkionsa. Tavallisilla rahastoilla on kiinteät palkkiot. Erikoisemmilla rahastoilla voi olla kiinteän palkkion lisäksi myös menestykseen perustava palkkio eli tuottosidonnainen palkkio.

Etenkin useat salkunhoitajan persoonaan perustuvat rahastot ottavat kiinteän palkkion lisäksi joitain lisäsummia, joilla perustelevat salkunhoitajansa erinomaisuutta. Rahaston ehdoissa on aina tarkoin määritelty, miten tämä lisäpalkkio peritään. Yleensä se peritään vain jonkin indeksin tai korkotason ylittävältä osalta. Tuottovertailuissa on aina salkunhoitajan palkkiot mukana. Tuottosidonnaisen palkkion maksua sijoittajat voivat karsastaa siksi, etteivät tahdo maksaa salkunhoidosta ylisuuria palkkiota. On kuitenkin hyvä muistaa, että tällaisissa rahastoissa salkunhoitajalla on erityinen syy kasvattaa rahaston arvoa.

Suomalaisissa rahastoissa tuottosidonnaisen palkkion käyttö on tuore ilmiö. Tällaiset rahastot tulivat vasta 1990-luvun loppuvuosina. Tuottosidonnaisia palkkiota perivät muun muassa hedge fundit sekä muutamat erikoistuneemmat rahastot.

5
Mistä tietoa rahastoista

5.1 Rahastoja on enemmän kuin pörssiyhtiöitä

Euroopassa on tarjolla yli 30 000 erilaista rahastoa. Se on jopa enemmän kuin sijoitusrahastojen synnyinmaassa Yhdysvalloissa. Molemmilla mantereilla rahastojen määrä on suurempi kuin pörssiyhtiöiden. Mikään lähde ei pysty kertomaan kaikkien rahastojen sijaintia tai omaisuuksia.

Sijoitusrahastot, kuten koko finanssisektori, ovat luvanvaraista toimintaa. Lainsäätäjät ovat määritelleet tiukat ehdot niin Euroopan yhteisön kuin Yhdysvaltainkin alueella. Lainsäädännöt poikkeavat sen verran, että amerikkalaisia rahasto-osuuksia ei Euroopassa voi ostaa. Eikä myöskään toisin päin.

Maailman suurin rahastoyhtiö lienee bostonilainen Fidelity. Juridis-hallinnollisesti Fidelity myy Yhdysvalloissa eri rahastoja kuin Euroopassa, vaikka salkkujen sisältö olisikin samankaltainen. Kaikkiaan Fidelityllä on tarjolla yli 300 erilaista rahastoa. Lisäksi yhtiöllä on räätälöityjä rahastoja suurten yritysten eläkesäätiöille. Fidelityn Euroopan rahastot on rekisteröity Luxemburgiin.

Suomessa on tarjolla useampi tuhat erilaista rahastoa. Säännöllinen noteeraus ja rahastojen perustiedot tuhannesta rahastosta ovat Rahastoraportissa. Suomessa voi ostaa melkein mitä tahansa rahastoa, mutta suosituimpia ovat olleet rahastot, joilla on oma jakelukanava. Pankkien rahastoyhtiöiden markkinaosuus on yli kaksi kolmasosaa kaikista rahastosijoituksista.

Amerikkalaisen rahastokirjallisuuden bestseller-listalla ovat vuosia menestyneet John C. Boglen teokset. Boglella on yksi päähokema: alle puolet rahastoista pystyy lyömään indeksin, eikä salkunhoidosta kannata maksaa liian suuria palkkioita. Hän osoittaa pienikustannuksisten indeksirahastojen olevan järkevin vaihtoehto. Bogle on elänyt niin kuin on opettanut. Hän perusti vuonna 1974 The Vanguard Group -rahastoyhtiön. Bogle on jo eläkkeellä, mutta Vanguard 500 Index Fund on varojensa määrällä mitattuna maailman suurin yksittäinen rahasto.

Vanguard 500 Index Fundin sijoituspolitiikka noudattaa New Yorkin pörssin S&P-indeksiä. Boglen viesti niin yksityissijoittajille kuin superammattilaisillekin on sama: keskity pohtimaan muuta kuin indeksin voittamista, esimerkiksi oman salkun allokaatiorakennetta, sijoitushorisonttia tai riskinkantokykyä.

Samaan suuntaan opettaa myös Greg Baerin ja Gary Genslerin menestysteos "The Great Mutual Fund Trap". Tämä teos päättyy ohjeeseen: "Vietä enemmän aikaa ystäviesi ja perheesi kanssa. Pörssikurssien tuijotus tunnin välein tai Wal-Martin osavuosikatsauksen seuraaminen ei tee sinua yhtään varakkaammaksi. Keskity tärkeimpiin asioihin." Rahastosijoittajan ei kannata hötkyillä uutisvirran mukana.

Näiden amerikkalaisoppien mukaan knoppitieto rahastoista ei ole sijoittajalle välttämätöntä, koska hän voi menestyä keskimääräistä paremmin indeksisijoittajana. Vaikka olisikin indeksisijoittaja, saattaa silti haluta tietoa erikoisista rahastoista – ehkäpä suorastaan hankkia itämaisista rahastoista maustetta salkkuunsa. Sitä paitsi aina on niitä, jotka onnistuvat menestymään valitsemalla rahastolistan helmiä tai hetkellisiä nousutähtiä. Oikeiden rahastojen löytämiseen tarvitaan tietoa.

Mistä tätä tietoa sitten saa? Rahastojen omat Internetsivut tarjoavat laajan tietopankin, ja lisäksi rahastoreittaajat tarjoavat kokoelman rahastoista. Kirjailija Bogle suosittelee lukemaan rahastojen omia katsauksia ja

vuosikertomuksia. Boglen mukaan melkein kaikki tietämisen arvoinen löytyy Morningstarin palvelusta.

5.2 Rahastojen mittaajia

5.2.1 Rahastoraportti

Suomessa rahastojen systemaattinen seuraaminen aloitettiin 1993, jolloin syntyi tuote nimeltä Rahastoraportti. Tätä suomalaisrahastojen tilastoihin kunnianhimoisesti perehtynyttä raporttia on tehty kuukausittain jo 14 vuoden ajan. Ensin tekijänä oli Suomen Optiomeklarit Oy, joka sittemmin fuusioitiin Helsingin Pörssin kanssa. Kun Helsingin Pörssi eli HEX sitten yhdistyi ruotsalaisen OMX:n kanssa, irtaantui rahastojen analyysiosasto omaksi Sijoitustutkimus Oy:ksi, joka vastaa Rahastoraportin käytännön toteutuksesta.

Rahastoraportin julkaisija on vuodesta 2002 lähtien ollut Suomen Sijoitusrahastoyhdistys ry. Sijoitusrahastoyhdistys on kaikkien rahastoyhtiöiden edunvalvontaelin, jossa valtaa käyttävät yhdistyksen hallituksessa istuvat suomalaisten rahastoyhtiöiden toimitusjohtajat. Yhdistys antaa lausuntoja lainsäädännöstä ja verotuksesta sekä seuraa alan eurooppalaista kehitystä. Sijoitusrahastoyhdistyksen palkkalistoilla on vain muutama työntekijä, minkä vuoksi yhdistys teettää Rahastoraportin Sijoitustutkimus Oy:llä.

Suomessa OMX hoitaa rahastojen noteeraukset. Rahastoyhtiöt ilmoittavat päivittäin rahastojensa osuuksien arvon ja OMX kerää tiedot ja jakelee eri tiedotusvälineille.

Kaikki suomalaiset rahastoyhtiöt antavat tietoja täsmällisesti. Suomalaisina osakeyhtiöinä toimii 26 rahastoyhtiötä. Lisäksi Rahastoraportti kerää noin 30 ulkomaiselta rahastoyhtiöltä noteerauksia ja perustietoja. Tällaisia ovat mm. Luxemburgiin rekisteröidyt Fidelity Funds Sicav ja Merrill Lynch Investment Managers.

Rahastoraporttiin on kerätty lukusarjoja, kuten tuottoja vuosien takaa, volatiliteettia ja Sharpen mittaria. Rahastoraportissa luokitellaan rahastoja vain menneisyyden tuottojen perusteella, eikä siinä anneta tähtiä tai pisteitä, kuten Morningstar ja Eufex tekevät.

Rahastoraportin jokaisen sivun alalaidassa on "© Suomen Sijoitusrahastoyhdistys ry", millä tahdotaan korostaa tietosisällön vastuun olevan yhdistyksellä eikä tuotteen teknisillä toteuttajilla. Rahastoraportti ilmestyy joka kuukauden alussa, ja rahastoyhtiöt saavat ennen materiaalin ulostuloa tarkistaa omat tietonsa. Raportissa olevat tilastot ovat luotettavia, mutta tulevasta raportti ei sano mitään. Raportissa ei ole edes "menneisyys ei ole tae"-lausetta, jonka Rahoitustarkastus vaatii, jos raportin tuottotietoja käytetään markkinointiin.

Koko Rahastoraportti on maksutta luettavissa osoitteesta www.sijoitusrahastot.fi. Samasta osoitteesta löytyvät myös perustiedot suomalaisesta rahastomaailmasta, sen lainsäädännöstä ja valvonnasta.

Suomalaismedia on kiitettävästi raportoinut kuukausittain, mikä rahasto on tuotoltaan paras ja mitkä ovat huonoimmat. Rahastoraportti myös kertoo, paljonko suomalaisten nettorahaa on virrannut rahastoihin.

5.2.2 Morningstar

Chicagolainen Morningstar Inc. aloitti vuonna 1984, jolloin johtoajatuksena oli tarjota sijoittajille rahastotietoutta ja vertailla eri rahastoja. Alusta alkaen ideana oli tutkia historiallisia tuottoja ja niiden vaihteluita sekä palkkioita. Menetelmät ja rahastoteoriat ovat kehittyneet, mutta edelleen Morningstar Star Rating perustuu matemaattiseen laskutoimitukseen, jonka pohjana on rahastojen mennyt arvonkehitys.

Morningstar välttää omakohtaisia arviointeja ja pyrkii piiloutumaan matemaattisten mallien taakse. Morningstar itse kuvaa periaatteitaan siten, että tähtiluokitus perustuu objektiiviseen matemaattiseen laskutoimitukseen ja perustana on luonnollisesti rahastojen arvonkehitys. Subjektiivisia arvioita rahastoista, rahastoyhtiöistä tai salkunhoitajista ei tehdä.

Suomessa Morningstar on vuodesta 2000 lähtien ylläpitänyt www.morningstar.fi-sivustoa, joka on käyttäjilleen maksuton. Sen sijaan amerikkalainen www.morningstar.com on osin muuttunut maksulliseksi.

Morningstarin rahastoluokat

Morningstar jakaa rahastot vertailukelpoisiin luokkiin, kuten kaikki luokittajat tekevät. On hyvä katsoa, minkälaisin perustein Morningstarissa on tehty jaot.

Rahastoluokalla on yhteneväiset sijoituspolitiikat, samanlainen maantieteellinen hajautus tai sama toimiala. Korkorahastojen erottelu tapahtuu luottokelpoisuusluokituksien tai lainasalkun juoksuaikojen perusteella. Morningstar ei tyydy rahastojen omiin ilmoituksiin rahastoluokastaan, vaan pyrkii rahaston salkun koostumuksen analysoinnilla määrittelemään kullekin oman luokan. Morningstarilla on esimerkiksi yksittäisen maan rahastoluokkia kuten Finland Equity, Russian Equity tai Italy Equity. Edellytyksenä maaluokitukseen pääsylle on vaatimus, että 75 prosenttia rahoista on kyseisen maan pörssin noteeratuissa osakkeissa.

Morningstar Europe luokittelee rahastot liki sataan luokkaan. Suomessa yleisimmät rahastoluokat ovat:
- Pohjoismaat
- Euroalue suuret yhtiöt
- Eurooppa suuret yhtiöt
- Eurooppa pienet yhtiöt
- Pohjois-Amerikka
- Japani
- Aasia
- Aasia pl. Japani
- Maailma
- Kehittyvät maat
- TMT (Teknologia, Media, Telecom)
- Terveys
- Muut toimialat
- Riskipitoiset (hedge ja vipu).

Yhdistelmärahastot:
- Euro, varovainen yhdistelmä
- Euro, tasapainoinen yhdistelmä
- Euro, aggressiivinen yhdistelmä.

Korkorahastot:
- EUR lyhyen koron rahastot, vakaa
- EUR lyhyen koron rahastot, dynaaminen
- EUR keskipitkän koron rahastot
- EUR pitkän koron rahastot
- EUR pitkä korko, valtioiden joukkolainat.

Kaikkien rahastojen reittaajien tai arvioitsijoiden ensimmäinen lähtökohta on rahastoluokan määrittely, jottei vertailtaisi päärynöitä ja omenoita. Siitä huolimatta samassa rahastoluokassa voi olla kovin erilaisia rahastoja. Esimerkiksi pieniin yhtiöihin sijoittavat rahastot poikkeavat sisällöltään toisistaan paljon, koska tarjontakin on niin lavea. Myös kaksi saman luokan pitkän koron rahastoa voivat olla riskiprofiililtaan hyvin kaukana toisistaan.

Morningstar Style Box panee rahaston ysiruudukkoon

Rahastojen luokittaminen pelkän historiallisen arvonkehityksen perusteella ei paljon anna tietoutta rahastojen erilaisuudesta. Tämän vuoksi muotoiltiin rahastojen sisältöä kuvaava Morningstar Style Box -laskentamalli. Tämä malli laskee, mitä rahaston salkussa on, ja panee rahaston johonkin yhdeksästä ruudusta. Morningstar kerää säännöllisesti rahastoyhtiöiltä tiedot, minkälainen on kunkin rahaston osakesalkun koostumus.

Styleboxissa pystyakselilla mitataan rahastosalkun kohdeyritysten kokoa markkina-arvoilla. Vaaka-akseli mittaa puolestaan sitä, onko kyseessä arvo- vai kasvuyhtiö. Morningstarilla jakoa perustellaan näin: "Kasvuyritykset ovat kalliita verrattuna nykyiseen tuloksentekokykyyn, mutta kasvuennusteet ovat suuret. Arvoyritysten arvostus taas on alhainen ja kasvuodotukset vastaavasti matalat."

Morningstar jakaa osakemarkkinat seuraaville kymmenelle alueelle: Pohjois-Amerikka, Väli- ja Etelä-Amerikka, Iso-Britannia, Länsi-Eurooppa (pl. Iso-Britannia), Itä-Eurooppa, Japani, Aasia neljä tiikeriä, Australia, kehittyvä Aasia sekä Lähi-itä (ml. Afrikka).

Kullekin alueelle määritellään yritykset niin, että viisi prosenttia kuuluu suuriin, 15 prosenttia keskisuuriin ja 80 prosenttia pieniin. Jaon perusteella ja rahaston salkun avauksen jälkeen Morningstar Style Box -laskentamalli pystyy panemaan rahaston pystyakselille.

Jokaiselle kolmellekymmenelle ryhmälle Morningstar laskee keskimääräiset tunnusluvut, cashflow/price (CP eli kassavirta/kurssi) ja book value / price (BP eli kirjanpitoarvo/kurssi). Näitä keskiarvoja käytetään jokaisessa ryhmässä suhteellisen tunnusluvun laskemiseen.

Keskimääräisen CP-luvun laskemiseen tarvitaan jokaisesta ryhmän osakkeesta markkina-arvo ja CP-luku. Osakkeet lajitellaan CP-luvun perusteella, ja seuraavaksi markkina-arvon perusteella etsitään "puolivälin" keskiarvo-osake. Tämän osakkeen CP-lukua käytetään koko ryhmän CP-lukuna.

BP-arvo lasketaan vastaavasti jakamalla osakkeen BP keskiarvo-BP:llä. CP-arvon ja BP-arvon keskiarvojen perusteella jokainen osake arvostetaan yhteen seuraavista luokista: Arvo, Sekalainen tai Kasvu.

Esimerkiksi sellainen rahasto kuin Arvo Euro Value sijaitsee Morningstar Style Boxin vasemmassa yläkulmassa – siis on arvonkasvattaja isoissa yhtiöissä. Rahaston suurimpia sijoituksia 30.3.2007 olivat sellaiset yhtiöt kuin Linde (tekno) ja Nireus Aquaculture (päivittäistavarat), Teleperformance (puhelinpalvelut), Koninklijke Dsm Nv (kemia), Praktiker (rakennustarvikekauppa) ja Teleperformance (puhelinpalvelut).

Morningstar Style Boxin ideana on antaa nopeasti kuva siitä, millaisesta osakerahastosta on kyse. Vaikka yksinkertaistettu malli ei anna täydellistä kuvaa, siitä saa käsityksen rahaston salkun sisällöstä.

eQ Pikkujättiläiset, Fidelity European Smaller Companies, Nordea Biotekniikka sekä Arvo Euro Value ovat erilaisia rahastoja ja asettuvat style boxissa eri luokkiin. eQ Pikkujättiläiset on pieniin ja keskisuuriin yhtiöihin sijoittava rahasto, ja liki kaikki sen sijoitukset ovat Morningstarin luokituksessa pieniä. Alfred Berg Small Cap Europen suurimmat sijoitukset ovat pieniä yrityksiä, jotka ovat kalliiksi hinnoiteltuja ja joilta odotetaan kasvua. Nordea Biotekniikka sijoittuu oikeaan yläkulmaan, koska melkein kaikki bioyritykset ovat korkeasti hinnoiteltuja ja niiltä odotetaan tuloksia vasta vuosien päästä. Lisäksi Nordea Biotekniikka on panostanut alan arvokkaimpiin yhtiöihin.

Fidelity Funds – European Smaller Companies Fund A Inc

Yleiskatsaus

Morningstar rahastoluokka™	Europe Equity Small Cap	Morningstar Rating™	***
Osuuden arvo	29,95	Valuutta	EUR
Rahastopääoma (milj.)	1722,18 EUR	1 pv muutos	0,4
		Tuotto vuoden alusta	9,5

Sijoituspolitiikka

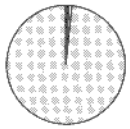
Fidelity European Smaller Companies on osakerahasto, joka sijoittaa iso-britannialaisiin ja mannereurooppalaisiin pienyrityksiin (markkina-arvo alle $1 miljardin).

Rahaston salkun sisältö

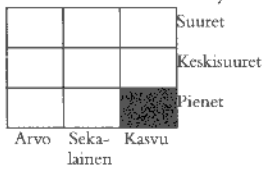
5 suurinta sijoitusta	*%*	*3 suurinta aluetta*	*%*	*3 suurinta sektoria*	*%*
CTC Media, Inc.	2,4	Länsi-Eurooppa –		Yrityspalvelut	20,7
Actelion Ltd	2,2	Euroalue	39,2	Teolliset materiaalit	20,4
Autonomy	2,0	Iso-Britannia	26,9	Terveys	14,7
United Internet	1,7	Länsi-Eurooppa –			
Nobel Biocare Holding	1,7	ex euroalue	18,8		

Salkun omaisuuslajit-%

Osakkeet	98,2
Käteinen	0,9
Joukkolainat	0,0
Muut	0,9



Morningstar Style Box®



Tiedot rahastosalkusta 31.03.2007

Arvostus

Tietoja rahastosta

Merkintä

Min.merkintä	2 500,00 EUR
Min.lisämerkintä	1 000,00 EUR
Min.kk-säästämisessä	0 EUR

Osto- ja myyntipalkkiot

Merkintä	5,25 %
Lunastus	- %

Muut kulut

Hallinnointi	1,50 %

Hallinnointitietoja

Salkunhoitaja	Colin Stone
Salkunhoitajana alk.	28.12.1995

Yhteystiedot

Rahastoyhtiö	Fidelity Investments Luxembourg S.A.
Puhelin	003522504042230
Osoite	Kansallis House, Place de l'Etoile, Luxembourg
Web-sivusto	www.fidelity-international.com

Arvo Euro Value Kasvu

Yleiskatsaus

Morningstar rahastoluokka™	Eurozone Equity Large Cap	Morningstar Rating™	****
Osuuden arvo	58,71	Valuutta	EUR
Rahastopääoma (milj.)	174,93 EUR	1 pv muutos	0,9
		Tuotto vuoden alusta	1,1

Sijoituspolitiikka

Arvo Euro Value on sijoitusrahasto, jonka varat sijoitetaan euroalueella arvoyhtiöiden osakkeisiin. Arvoyhtiöiksi määritellään yhtiöt, joiden markkina-arvo on alhainen suhteessa oman pääoman kirja-arvoon. Rahaston salkunhoitajana toimii Arvo Omaisuudenhoito Oy. Rahaston vertailuindeksi on 50 % Dow Jones EURO STOXX® TMI -indeksi ja 50 % JP Morgan EMU Government Bond -indeksi.

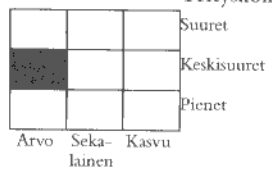
Rahaston salkun sisältö

5 suurinta sijoitusta	*%*	*3 suurinta aluetta*	*%*	*3 suurinta sektoria*	*%*
DSM	6,2	Länsi-Eurooppa –		Kuluttajahyödykkeet	26,1
Praktiker	5,2	Euroalue	100,0	Teolliset materiaalit	23,7
Provimi	5,0	Länsi-Eurooppa –		Yrityspalvelut	15,3
Linde	4,9	ex euroalue	0,0		
Autostrada Torino-Mi...	4,3	Kehittyvä Itä-Eurooppa	0,0		

Salkun omaisuuslajit-%

Osakkeet	97,4
Käteinen	2,6
Joukkolainat	0,0
Muut	0,0

Morningstar Style Box®



Tiedot rahastosalkusta 31.03.2007

Arvostus

Tietoja rahastosta

Merkintä

Min.merkintä	500,00 EUR
Min.lisämerkintä	500,00 EUR
Min.kk-säästämisessä	30,00 EUR

Osto- ja myyntipalkkiot

Merkintä	1,00 %
Lunastus	1,00 %

Muut kulut

Hallinnointi	1,20 %

Hallinnointitietoja

Salkunhoitaja	Team Managed
Salkunhoitajana alk.	28.10.2005

Yhteystiedot

Rahastoyhtiö	Sampo Rahastoyhtiö Oy
Puhelin	+358 (0)10 236 10
Osoite	Bulevardi 10 A, 00120 HELSINKI
Web-sivusto	www.sampo.fi/rahastot

Nordea Biotekniikka Acc

Yleiskatsaus

Morningstar rahastoluokka™	Sector Equity Biotechnology	Morningstar Rating™	***
Osuuden arvo	6,28	Valuutta	EUR
Rahastopääoma (milj.)	25,23 EUR	1 pv muutos	0,1
		Tuotto vuoden alusta	-1,2

Sijoituspolitiikka

Rahasto sijoittaa maailmanlaajuisesti biotekniikkayhtiöihin. Lisäksi rahasto voi sijoittaa myös lääketeollisen teknologian yhtiöiden, lääketeollisuusyhtiöiden ja terveydenhuolto-alan yhtiöiden osakkeisiin. Rahasto hajauttaa sijoituksensa noin 50–75 yhtiöön.

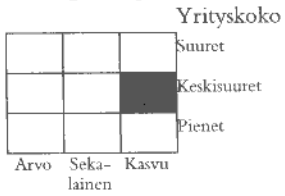
Rahaston salkun sisältö

5 suurinta sijoitusta	%	*3 suurinta aluetta*	%	*3 suurinta sektoria*	%
Genzyme Corporation	9,6	Pohjois-Amerikka	83,3	Terveys	100,0
Celgene Corporation	9,1	Länsi-Eurooppa –		Kuluttajapalvelut	0,0
Gilead Sciences, Inc.	8,2	Euroalue	7,3	Yrityspalvelut	0,0
Genentech, Inc.	6,5	Länsi-Eurooppa –			
Amgen, Inc.	6,3	ex euroalue	6,8		

Salkun omaisuuslajit-%

Osakkeet	95,9
Käteinen	3,0
Joukkolainat	0,0
Muut	1,1

Morningstar Style Box®



Tiedot rahastosalkusta 31.07.2007

Arvostus

Tietoja rahastosta

Merkintä		*Hallinnointitietoja*	
Min.merkintä	1,00 EUR	Salkunhoitaja	Tim Jaksland
Min.lisämerkintä	1,00 EUR	Salkunhoitajana alk.	01.01.2007
Min.kk-säästämisessä	40,00 EUR		

Osto- ja myyntipalkkiot		*Yhteystiedot*	
Merkintä	1,00 %	Rahastoyhtiö	Nordea Rahastoyhtiö Suomi Oy
Lunastus	1,00 %	Puhelin	+358 (0)9 1651
		Osoite	Keskuskatu 3
Muut kulut		Web-sivusto	www.nordea.fi/rahasto
Hallinnointi	1,60 %		

eQ Pikkujättiläiset A

Yleiskatsaus

Morningstar rahastoluokka™	Finland Equity	Morningstar Rating™	***
Osuuden arvo	114,46	Valuutta	EUR
Rahastopääoma (milj.)	44,32 EUR	1 pv muutos	-0,7
		Tuotto vuoden alusta	14,4

Sijoituspolitiikka

Erikoissijoitusrahasto eQ Pikkujättiläisten tavoitteena on sijoittaa varansa kohtuullisesti hinnoiteltujen pienten ja keskisuurten yritysten osakkeisiin, joiden koko osakekannan markkina-arvo ylittää 10 miljoonaa euroa. Sijoituskohteiden valinnassa painotetaan erityisesti sijoituskohteen vahvaa markkina-asemaa omalla alallaan ja/tai markkina-alueellaan.

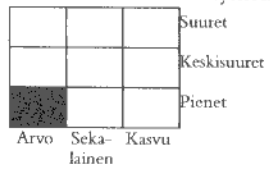
Rahaston salkun sisältö

5 suurinta sijoitusta	%	*3 suurinta aluetta*	%	*3 suurinta sektoria*	%
Cramo	9,6	Länsi-Eurooppa –		Yrityspalvelut	36,2
Affecto	6,4	Euroalue	67,7	Teolliset materiaalit	24,6
Lemminkainen	5,9	Länsi-Eurooppa –		Kuluttajapalvelut	14,6
Lindex	5,4	ex euroalue	32,3		
Finnlines	5,4	Kehittyvä			
		Itä-Eurooppa	0,0		

Salkun omaisuuslajit-%

Osakkeet	87,0
Käteinen	13,0
Joukkolainat	0,0
Muut	0,0

Morningstar Style Box®



Tiedot rahastosalkusta 31.07.2007

Arvostus

Tietoja rahastosta

Merkintä		*Hallinnointitietoja*	
Min.merkintä	2 000,00 EUR	Salkunhoitaja	Peter Immonen
Min.lisämerkintä	200,00 EUR	Salkunhoitajana alk.	01.07.2003
Min.kk-säästämisessä			

Osto- ja myyntipalkkiot		*Yhteystiedot*	
Merkintä	1,00 %	Rahastoyhtiö	eQ Rahastoyhtiö Oy
Lunastus	0,00 %	Puhelin	+358 9 681 781
		Osoite	Mannerheiminaukio 1 A 00100 Helsinki
		Web-sivusto	www.eQpankki.fi
Muut kulut			
Hallinnointi	0,90 %		

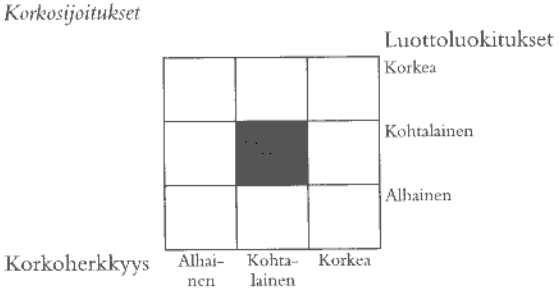
Morningstar pystyy hyvin keräämään tietoa tuhansilta rahastoilta. Ongelma on tietojen hidas päivittyminen. Tarkemman ja tuoreemman salkkuraportin löytää rahastoyhtiön omilta sivuilta. Rahastojen vertailu on kuitenkin Morningstarin sivuilla helppoa ja yksinkertaista.

Morningstarin välittämän tiedon suurin ongelma on puutteelliset tiedot palkkioista. Morningstarin sivuilta ei esimerkiksi selviä, että eQ Pikkujättiläiset -rahasto ja Arvo Euro Value perivät tuottosidonnaista palkkiota. Rahastojen omilla sivuilla asia on kuitenkin selkeästi ilmaistu. Fidelityn Luxemburgiin rekisteröity rahasto saattaa periä 1,5 prosentin hallinnointipalkkion lisäksi esimerkiksi pieniä markkinointikuluja suoraan rahaston pääomasta.

Korkorahastoilla oma boxinsa

Korkorahastoilla on vähemmän vaihtelevia osia kuin osakerahastoilla. Toki niillä on maantieteellisiä ja valuuttakurssieroja, mutta tyypillinen suomalaisen korkorahaston ostaja on euroalueen ja -valuutan käyttäjä.

Morningstar Style Boxin korkorahastojen sijoituksia mitataan luottoluokituksella eli riskillä ja korkoherkkyydellä. Korkoherkkyys kertoo, miten yleisen korkotason muutos vaikuttaa rahastoon. Ns. lyhyen koron rahastoilla on alhainen korkoherkkyys, kun taas painotus pitkiin korkopapereihin nostaa herkkyyttä.



Yleinen korkotason nousu laskee korkorahaston arvoa korkoherkkyyden osoittamassa suhteessa, ja korkotason lasku vastaavasti vaikuttaa rahaston arvoon positiivisesti.

Yleensä pidemmän maturiteetin (pitkä korko) joukkolainan arvonmuutos on suurempi korkotason muuttuessa kuin lyhyemmän maturiteetin joukkolainan arvonmuutos. Laskettu duraatio ilmaisee rahaston korkosijoitusten keskimääräisen jäljellä olevan juoksuajan.

Markkinoilla on puhtaasti hyviin valtion papereihin sijoittavia korkorahastoja ja vieläpä vain hyvän luottoluokituksen saaneiden valtioiden obligaatioihin sijoittavia. Näiden rahastojen luottoluokitus on korkein. On myös olemassa aggressiivisempia korkorahastoja, kuten jo nimensä mukaiset Evli European High Yield, Tapiola Riskikorko tai Nordea Yrityslaina. Näiden rahastojen salkunhoitajat hakevat korkeampia tuottoja yrityslainoista, jotka luottolaitokset ovat reitanneet alhaisemmiksi.

Miten Morningstar laskee tähtensä?

Morningstar jakaa tähtiä siten, että kaikissa tähtiluokissa on koko ajan suhteellisesti sama määrä rahastoja. Viiden tähden rahastoja voi kerralla olla vain 10 prosenttia kaikista Morningstarin noteeraamista rahastoista. Suomalaisten rahastojen keskiarvo on Morningstar Euroopassa korkeampi kuin yleinen keskiarvo. Tähän vaikuttaa verotus. Suomalaisrahastojen tuottoja eivät verot syö, vaan rahasto-osuuksien omistajat maksavat myyntivoittoverot vasta lunastaessaan rahasto-osuutensa. Näin ollen verotus ei syö rahaston arvonnousua. Toinen myönteisesti suomalaisrahastojen kehitykseen vaikuttava tekijä ovat keskimääräistä alhaisemmat hoito- ja merkintäpalkkiot.

Morningstar Rating perustuu aina edellisen kuukauden viimeisen päivän tilanteeseen. Rahastojen saamien tähtien määrä voi luonnollisesti vaihdella siinä missä niiden tuottoluvutkin vaihtelevat suhteessa toisiin saman rahastoluokan rahastoihin.

5.2.3 Eufex ja muut

Kahden suomalaisen rahoitustohtorin, Anders Ekholmin ja Daniel Pasternackin, pyörittämä Eufex Oy antaa myös rahastoluokituksia. Eufexin analyysissa on yli 1 000 Suomessa markkinoitavaa rahastoa. Eufex on erikoistunut etenkin numeroanalyysiin rahastoista. Se on tehnyt myös oman luokituksen, joka perustuu riskikorjattuun tuottoon eli suhteutettuun Sharpen lukuun. Yksittäisen rahaston riskikorjattua tuottoa verrataan saman vertailuryhmän muihin rahastoihin. Eufex julkaisee myös rahastojen markkinakorrelaatioita, joilla nähdään, miten paljon jokin Suomi-rahasto on heilunut esimerkiksi S&P 500 -indeksin tahdissa.

Eufex ei ole pelkästään reittauksia välittävä yritys, vaan myös rahastotori, jossa voi merkitä ja säilyttää rahastoja. Eufexin palvelut löytyvät osoitteesta www.eufex.fi.

Aikaisemmin maailman johtavalla luokitustalolla Standard & Poor'silla oli oma rahastopalvelu, mutta Morningstar osti sen vuonna 2006. Kansainvälisistä luokittelijoista pitää vielä mainita Lipper, joka on uutistoimisto Reutersin tytäryhtiö. Lipperin tietokanta on paljon vaatimattomampi kuin Morningstarin.

5.2.4 Miten hyödyntää mittareita?

Rahastojen reittaukseen kannattaa suhtautua kriittisesti. Morningstar jakaa tähtiä, Eufex ja Lipper jakavat pisteitä, mutta kukin menneisyyden tietojen perustella.

Kritiikki näitä mittareita kohtaan on se, että riski mitataan volatiliteettina ja yleensä Sharpen mittarilla. Esimerkiksi valuuttakurssien tuomaa riskiä eivät osakemarkkinoiden mittarit osaa kertoa. Morningstarin täysiin viiteen tähteen voi päästä, vaikka rahastolla ja rahastoyhtiöllä olisi ikää vain kolme vuotta. Kolme vuotta sijoitushistoriaa on lyhyt aika.

Monien rahastojen menestys perustuu salkunhoitajan ammattitaitoon, mutta matemaattisiin malleihin ei ole otettu pisteytyskaavaa salkunhoitajan vaihtuvuudelle. Vaikka rahaston salkunhoitaja vaihtuisi joka vuosi, se ei välttämättä käy ilmi kenenkään luokittelijan malleista.

Morningstarin tuottokärjessä Suomessa myyntiluvan saaneista rahastoista oli 31.8.2007 Odin Offshore -rahasto, joka sai täydet viisi tähteä. Odin Offshore -rahaston kehitykseen sisältyy riskejä, jotka on helppo luetella. Se on Norjasta käsin hoidettu toimialarahasto, jonka pääasiallisena toimialana on öljy- ja offshoreteollisuus. Odin Offshore -rahastossa on havaittavissa yhden toimialan ja valuutan riskit. Rahaston perusvaluutta on Norjan kruunu. Viimeisen kolmen vuoden aikana riskit ovat näyttäneet kääntöpuolensa. Odin Offshoren tuotto on ollut 271 prosenttia.

Muita parhaiten tuottaneita rahastoja olivat 31.8.2007 tilanteen mukaan Seligsonin ja East Capitalin Venäjä-rahastot sekä Kiinan sijoittava Baring Hong Kong China. Hyvien tuottojen ansiosta tähtiä on sadellut.

Ilman kristallipalloa voisi ennustaa, että kolmen vuoden päästä kärkisijoja eivät täytä norjalainen toimialarahasto taikka Venäjälle tai Kiinaan sijoittavat rahastot. Luultavasti silloin kärjessä ovat taas jotkin erikoiskohteisiin sijoittavat rahastot. Nyt johdossa olevat rahastot voivat löytyä häntäpäästä – ne ovat olleet siellä aikaisemminkin.

Kirjallisuudessa on todisteita siitä, että viiden tähden rahastot eivät jatka menestystään. The Hulbert Financial Digestin selvityksen mukaan Morgingstarin vuosien 1991–1999 viiden tähden osakerahastot menestyivät huonommin kuin markkinat keskimäärin. Kuitenkin viiden tähden rahastot myyvät paremmin, koska sijoittajat ostavat mieluiten menestyneitä tuotteita. Menneisyyden tuotto ei kuitenkaan ole tae tulevasta.

5.3 Rahastojen omat raportit

Arvopaperi-lehti päätti järjestää vuonna 1999 sijoitusrahastoille vuosikertomuskilpailun. Suomessa oli vakiintunut tapa, että Helsingin Sanomat ja Helsingin Pörssi järjestivät vuosikertomusten kauneuskisan pörssiyhtiöille. Niinpä ajateltiin, että sama idea voisi toimia rahastoyhtiöillä.

Valittiin arvovaltainen raati. Heti raadin ensimmäisessä kokouksessa kävi ilmi, että kisa ei tule onnistumaan. Suomessa toimivat rahastoyhtiöt tekevät vuosikertomuksensa niukkasanaisesti, eivätkä kohderyhmänä ole suomalaiset sijoittajat, kuten pörssiyhtiöiden vuosikertomuksilla, vaan lähinnä viranomaiset ja rahastoyhtiöiden omistajat.

Suomalaisista rahastoyhtiöistä yksikään ei ole laajasti omistettu, vaan ne ovat lähinnä suurten pankkien tytäryhtiöitä (Sampo Rahastoyhtiö Oy, OP-Rahastoyhtiö Oy, Nordea Rahastoyhtiö Oy, Alfred Berg Rahastoyhtiö Oy, Gyllenberg Rahastoyhtiö Oy), pankkiiriliikkeiden sisaryrityksiä (Carnegie Rahastoyhtiö Oy, Evli Rahastoyhtiö Oy), vakuutusyhtiön omistama (Tapiola Rahastoyhtiö) tai sitten yksityisesti omistettuja (Fondita, Icecapital Rahastoyhtiö ja PYN Rahastoyhtiö).

Rahastoyhtiöiden kauneuskilpailu kuitenkin pidettiin, mutta tarkasteluun otettiin vuosikertomuksen sijasta asiakkaille tarjottava markkinointimateriaali. Voiton vei Suomesta jo kadonnut ruotsalainen Rahastoyhtiö Trevise.

Tämä rahastoyhtiö raportoi kiitettävällä tavalla sijoitussalkkunsa sisällön, kiertonopeuden sekä rahaston pörssimeklareille maksetut välityspalkkiot. Suomessa ei ollut tapana kertoa, miten paljon rahastoyhtiöt pyörittävät salkkuaan ja paljonko maksavat osakekaupoistaan välityspalkkioita. Ruotsissa rahastoyhtiöillä on velvollisuus kertoa, ja Trevise noudattikin Ruotsin ohjeita. Sittemmin Nordea osti Trevisen ja sen suomalaisrahastot sulautettiin Nordean rahastoihin.

Arvopaperi-lehti lakkasi pitämästä kauneuskilpailua rahastoyhtiöille, mutta aloitti vuosittain ilmestyvän Suuren Sijoitusrahasto-oppaan teon. Tähän joka syyskuu ilmestyvään oppaaseen on kerätty perustiedot rahastoyhtiöistä, avattu yli sata salkkua, vertailtu palkkioita ja tehty juttuja salkunhoitajista.

Sijoitusrahastoyhdistyksen toiveesta rahastot ovat ilmoittaneet vuoden 2003 alusta alkaen salkun kiertonopeuden eli sen, miten usein osakkeita ostetaan ja myydään. Tällä selviää rahaston aktiivisuuden aste.

Rahastosijoittajan kannalta epätyydyttävää on, jos hän ei tiedä, miten rahasto tuottonsa hankkii. Suomalaiset rahastot ovat nykyisin avoimia ja raportoivat monin tavoin tekemisistään, joten tiedonsaanti ei ole ongelma.

Suomen Sijoitusrahastoyhdistys on yhdessä Rahoitustarkastuksen kanssa 2000-luvulla tehnyt paljon työtä sen eteen, että rahastojen raportointi olisi avointa ja informatiivistä. Suomalaisilla rahastoyhtiöllä on nykyisin paremmat resurssit kuin vosituhannen vaihteessa, koska rahastojen pääomat ovat seitsenkertaistuneet. Voidaan sanoa, että kaikki suomalaisrahastot ovat erittäin kannattavia ja kaikilla suomalaisilla rahastoyhtiöillä on resurssit täyttää viranomaisten tiedotusvaatimukset.

Suomen Sijoitusrahastoyhdistyksen hallitus tarkisti vuonna 2005 suosituksensa tunnuslukujen laskennasta vastaamaan Euroopan Komission vuonna 2004 antamaa suositusta yksinkertaistetun rahastoesitteen sisällöstä[2]. Lisäksi Suomessa on omat suositukset Sharpen mittarin ja kaupankäyntikulujen raportoinnista.

Suomen Sijoitusrahastoyhdistys rohkeneekin omassa tiedotteessaan väittää, että "asiakkaille tarjottavan informaation määrän ja laadun osalta Suomi on tämän suosituksen myötä Euroopan kärkimaita".

Sijoitusrahastoyhdistyksen suositus kattaa seuraavat tunnusluvut:
- standardipoikkeama eli volatiliteetti
- tracking error eli aktiivinen riski
- Sharpen mittari
- salkun kiertonopeus
- TER (Total Expense Ratio)
- rahaston kaupankäyntikulut
- rahastoyhtiön lähipiiriin kuuluvalle sijoituspalveluyritykselle maksetut välityspalkkiot.

[2] Commission Recommendation of 27th April 2004 on some contents of the simplified prospectus as provided for in Schedule C of Annex I to Council Directive 85/611/EEC.

Rahastoyhtiö Seligson & Co Oyj:n erikoissijoitusrahasto APS Far East ilmoittaa tunnuslukunsa näin:

APS FAR EAST, tunnusluvut

Kulut ja muut tunnusluvut	**1.7.2006–30.6.2007**
Palkkiot yhteensä (TER)	1,29 %
Tuottosidonnainen palkkio (vuoden alusta)	0,00 %
Kaupankäyntikulut	0,79 %
Kokonaiskulut (TKA)	2,08 %
Salkun kiertonopeus	154,75 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	11,24 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Rahaston koko	50 859 353 €
Lähipiirin omistus (30.6.2007)	0,55 %

Tuotto ja riski	**Rahasto**		**Vertailuindeksi**	
30.6.2007			MSCI AC Far East ex-Japan NDR	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	14,5 %	11,2 %	14,9 %	13,8 %
Vuoden alusta	12,1 %	15,0 %	15,4 %	15,8 %
1 v	25,5 %	13,9 %	40,3 %	15,0 %
3 v	40,3 %	14,2 %	101,0 %	15,8 %
5 v	46,3 %	17,7 %	101,9 %	19,4 %
Aloituspäivästä	96,0 %	20,1 %	48,6 %	21,6 %
Aloituspäivästä per vuosi	8,8 %		5,1 %	

Seligson & Co -rahastoyhtiön APS Far East on perinyt 1,29 prosenttia palkkiota (TER), tuottosidonnaista palkkiota ei ole peritty, koska rahasto on jaksolla jäänyt vertailuindeksille. Kaupankäyntikuluja rahasto on maksanut 0,79 prosenttia. Tämä rahasto ilmoittaa vielä kokonaiskulut (TKA) eli laskee yhteen kaikki rahaston maksamat palkkiot.

Salkunkiertonopeus on 154,75 prosenttia, joka kertoo, että viimeisen 12 kuukauden aikana on kauppaa käyty 1,5 kertaa salkun arvon verran. Tracking error eli aktiivinen riski tai indeksipoikkeama kertoo, miten tarkasti sijoituksen tuotto seuraa vertailuindeksin tuottoa. Tämän luvun laskuun on käytetty myös volatiliteettiä, joten luku ei ole vain salkun ja vertailuindeksin erotus. Seligson & Co -konserniin ei kuulu välityslii-

kettä, joten välityspalkkiot lähipiirille ovat nolla prosenttia. Lähipiirin omistus rahastossa on 0,55 prosenttia, eli sen verran rahastopääomasta on yhtiön työntekijöillä tai saman konsernin hallussa.

Nykyisin yhä useampi rahasto tekee kuukausikatsauksen, joka ilmestyy pian kuun vaihteen jälkeen rahaston nettisivuille. Näissä raporteissa on yleensä kerrottu rahaston menestys suhteessa indeksiin ja rahaston suurimmat sijoitukset. Salkunhoitajat saattavat antaa myös kuvauksen siitä, miltä kyseisen rahaston markkina-alue on menneenä kuukautena näyttänyt.

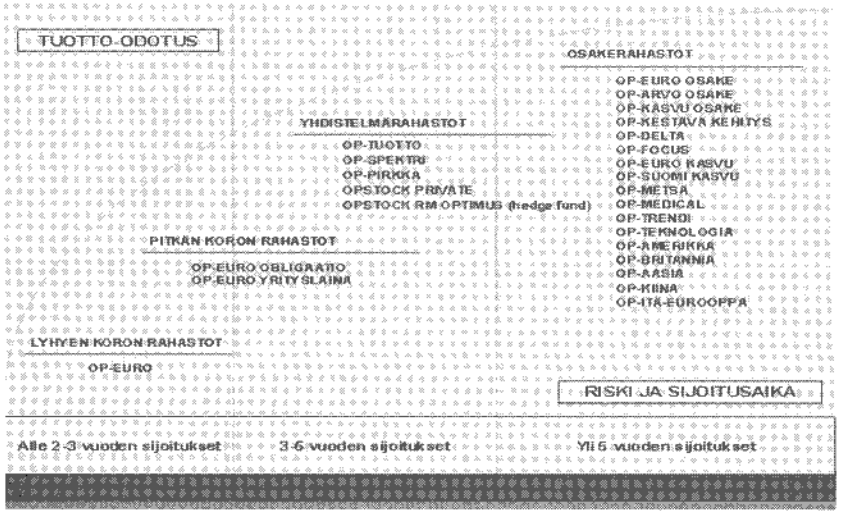
Varsinkin eksoottisten rahastojen, kuten Venäjän, Intian ja Offshoren, kuukausikatsauksista on voinut seurata, miten kohdemarkkina on rahastonhoitajan näkökulmasta kehittynyt.

Suomessa on muutamia rahastoyhtiöiden salkunhoitajia, jotka ovat toimineet itsenäisesti. Salkkuun on ehkä haettu näkemystä keskisuuria osakkeita painottamalla. Kokeneempina niminä voisi mainita FIM Forten Markku Kaloniemen, Arvo Omaisuudenhoidon Mika Heikkilän ja Seligson & Co Phoebusin Anders Oldenburgin. Muitakin kokeneita on, mutta mainituilla on rahastoyhtiön sääntöjen mukaan liikkumavapautta ja oikeus tehdä itsenäisempiä sijoituksia.

Toista äärilaitaa edustavat isojen rahastoyhtiöiden salkunhoitajat, joiden tehtävänä on noudattaa kurinalaisesti vertailuindeksiä seuraavaa sijoituspolitiikkaa. Kuitenkin jokaisella rahastolla on nimetty salkunhoitaja, joka on viime kädessä nimellään ja maineellaan vastuussa rahaston menestyksestä. Maailmalla ja nykyisin myös Suomessa salkunhoitajien pestit kestävät pitkään. Muutamat rahastot jopa personoidaan markkinoinnillisesti vuosia rahastoaan hoitaneisiin salkunhoitajiinsa.

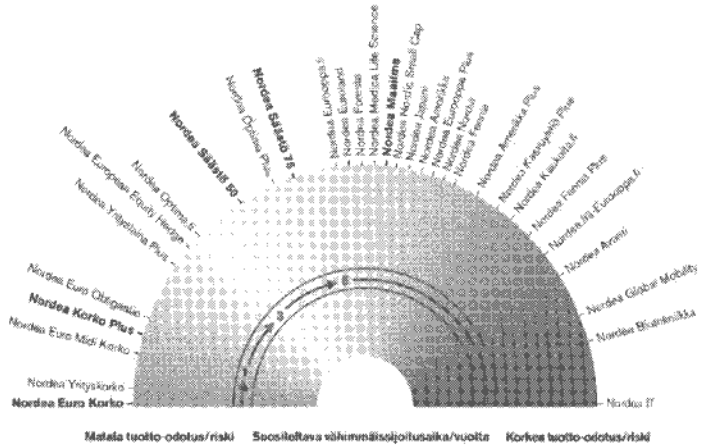
Voisi kuvitella, että Suomen rahastoyhtiöt esittelisivät toimintaansa ja rahastojaan kovin eri tavalla. Yllättävää onkin, että rahastoyhtiöiden nettisivut ovat kovin samankaltaisia. Kuvaavaa on, miten samankaltaisesti Nordea ja OP-Rahastoyhtiö esittelevät rahastoperheensä.

OP-Sijoitusrahastoissa on valinnanvaraa



Nordea

Rahastokaari



Niin isot kuin pienetkin rahastosijoittajat panisivat mieluiten rahojaan sellaisille toimialoille tai markkinoille, joissa on odotettavissa reipasta nousua. Vaikkei rahastojohtajilla ole vastausta antavaa kristallipalloa, joutuvat he usein vastaamaan kysymykseen, mihin toimialaan tai maanosaan juuri nyt kannattaisi sijoittaa.

Rahastoyhtiöiden sivuilta tai rahastojohtajien lausunnoista on kovin vaikea saada sijoitusvinkkiä siitä, mihin rahastoon juuri nyt kannattaa sijoittaa tai millä markkinalla on lähitulevaisuudessa kovimmat tuotto-odotukset. Rahastojohtajat varovat, koska tietävät, ettei tulevaisuuden kurssinousuja voi ennustaa. Sen sijaan he korostavat raporteissa aina riskin ja tuoton suhdetta. Asiakkaiden sijoitustilanteet ja elämänvaiheet ovat niin erilaisia, ettei yleispätevää vinkkiä olekaan.

Rahastojohtajat antautuvat julkisuudessakin usein keskustelemaan Yhdysvaltain vaihtotaseongelmasta, Nokian korkeasta arvostustasosta tai Kiinan bkt:n kasvusta. Miten nämä ilmiöt vaikuttavat osakekursseihin tai yksittäisen rahaston tulevaan arvonkehitykseen, onkin pulmallisempaa. Rahastojohtajan työ ei yleensä ole analysoida, vaan sitä työtä tekevät rahastojen salkunhoitajat ja analyytikot.

5.4 Rahastot ja media

Media seuraa aktiivisesti rahastoja ja kyselee salkunhoitajien mielipiteitä pörssin tapahtumista. Salkunhoitajilta tai saman yrityksen analyytikoilta media saakin auliisti kommentteja, koska useimmissa finanssitaloissa uskotaan julkisuuden antavan tunnettuutta asiantuntijana ja siten nostavan rahastojen myyntiä.

Aikaisemmin suomalaislehdistö julkaisi kaikkien Suomessa markkinointiluvan saaneiden rahastojen päivittäisiä noteerauksia, mutta kun lista on pidentynyt, lehdet ovat tyytyneet lyhennelmiin. Parhaiten rahastojen noteerauksen saa Internetistä esimerkiksi OMX:n sivuilta tai talouslehtien online-versioista.

Etenkin sellaisten finanssitalojen asiantuntijat, jotka myyvät rahastoja tai finanssipalveluita yleisölle, antavat mielellään julkisuudessa lausuntoja. Suurasiakkaisiin keskittyneet pankkiirit väistelevät julkisuutta ja perustelevat käyttäytymistään sillä, että voivat korostaa tietojensa ainutlaatuisuutta harvalukuisen asiakaskuntansa silmissä. Suomessa suursijoittajia tai eläkesäätiöiden salkunhoitajia on niin vähän, ettei pankkiiri tarvitse yhteydenottoon välttämättä median apua.

Myös median kannalta salkunhoitajien kommentit ovat helposti julkaisukynnyksen ylittäviä. Yrityskaupoista, Nokian tulosjulkistuksesta tai keskuspankin korkopäätöksistä tarvitaan luotettavia kommentteja. Salkunhoitajat ja finanssitalojen analyytikot ovat kuitenkin tarkkoja lausunnoissaan, jottei syntyisi mielikuvaa epäluotettavuudesta.

5.5 Ajan merkit näkyvät uusissa rahastotuotteissa

Ensimmäinen sijoitusrahasto (mutual fund) aloitti Wall Streetillä vuonna 1924, mutta kului vielä 50 vuotta ennen kuin rahastobisneksestä tuli merkittävä osa amerikkalaista finanssiteollisuutta. Nykyisin yli 100 miljoonaa amerikkalaista omistaa rahastoja.

Suomen lainsäädäntö mahdollisti rahastot lokakuussa 1987. Ajoitus sattui pahaan aikaan, koska pian lanseerauksen jälkeen tuli pörssiromahdus. Kotimaiset pankit toivat markkinoille ensin suomalaisiin osakkeisiin sijoittavia rahastoja. Näistä rahastoista on edelleen toiminnassa kotimainen yhdistelmärahasto ja vieläpä alkuperäisellä nimellään OP-Tuotto. Säästöpankkien rahasto on muuttunut Aktia Securaksi. Kolmas lokakuussa 1987 aloittanut on Sampo Suomi Osake. Tämän rahaston perustivat yhteisyrityksenä Presta-nimellä valtion Postipankki ja vakuutusyhtiö Sampo. Postipankki lunasti myöhemmin Sammon pois rahastoyhtiöstä, mutta 1990-luvun lopussa olivat suuremmat voimat liikkeellä, kun vakuutusyhtiö Sampo ja Postipankki yhdistettiin. Tähän liitettiin vielä Mandatum.

Vuosituhannen alussa Sammon, Leonian ja Mandatumin rahastot piti yhdistää. Lain mukaan yhdellä finanssikonsernilla ei voi olla kuin yksi

rahastoyhtiö. Sen sijaan rahastojen määrää laki ei rajoita. Sampo Rahastoyhtiö kuitenkin yhdisteli rahastojaan, jotta yhdellä talolla ei olisi useita samankaltaisia tuotteita.

Rahastojen alkutaival osui huonoon aikaan, eikä Suomen joutuminen lamaan 1980- ja 1990-luvun taitteessa lisännyt rahastosäästäjien intoa. Toimialan uuden startin aikoihin 1993 ruotsalainen Alfred Berg rantautui Suomeen ja lanseerasi oman Alfred Berg Finland -rahaston. Se menestyi muita osakerahastoja paremmin ja käytti menestystään markkinointiin. Kampanjat toivat lisää rahaa, ja ruotsalaistulokas kasvoi ja oli varojen määrällä mitattuna hetken Suomen suurin rahasto.

Esimerkki ei kerro pelkästään Alfred Berg Rahastoyhtiön onnistumisesta, vaan suomalaisten pankkien haluttomuudesta markkinoida rahastoja sijoituskohteena. Pankit toivoivat rahojen ohjautuvan talletustileille, ja verottajakin tuki tätä. Vuoteen 2000 asti tiettyjen talletustilien tuotto oli verovapaata.

Jo vuonna 1987 lanseerattiin ensimmäiset valtion obligaatioihin ja muihin pitkiin korkopapereihin sijoittavat rahastot. Suomen Yhdyspankin lokakuussa 1987 perustama rahasto toimii nykyisin nimellä Nordea Euro Obligaatio.

Korkojen heilunta oli 1990-luvulla melko rajua. Välillä pitkän koron rahastojen vuosituotto oli yli 20 prosenttia, ja joskus se painui miinusmerkkiseksi. Nämä ajat opettivat suomalaisille karulla tavalla, kuinka korkorahastoihinkin liittyy riskejä. Rahastoyhtiöt olisivat halunneet tarjota pieniriskisempiä lyhyen koron rahastoja, mutta vuoteen 1995 asti rahamarkkinainstrumentteihin sijoittavia rahastoja ei voinut rekisteröidä Suomeen.

Yhdysvalloissa ja Euroopassa yksityinen raha on mennyt talletustilien sijasta lyhyen koron korkorahastoihin. Suomessa korkorahastojen vaatimattoman alkumenestyksen selittää myöhäisempi liikkeelle lähtö. Nykyisin ehdottomasti suurimpia suomalaisrahastoja ovat Nordea Pro Euro Korko 4,2 miljardilla eurolla ja OP Euro korko 1,9 miljardilla eurolla.

Yhteensä suomalaisissa korkorahastoissa on 18 miljardia euroa (31.7.2007), joka on vieläkin vaatimaton luku, kun Suomen Pankin tilastojen mukaan talletuskannan koko on 87 miljardia euroa.

Suomessa rahastobuumi lähti käyntiin oikeastaan vuonna 1997, kun talous oli kääntynyt ja Nokia oli vetänyt jokaiselle kotimaiselle osakerahastolle näyttävät tuottoluvut. Rahastoyhtiöt oivalsivat, että uusiin, vasta perustettuihin rahastoihin oli helpompi saada rahaa kuin vanhoihin. Se oli merkki buumista, jota liki kaikki rahastoyhtiöt hyödynsivät. Useimmilta tuli small cap-, Euro osake- ja global-rahastoja.

Pörssikupla sai ilmaa Internet-huumasta ja tekno-osakkeista. Vuosituhannen vaihteessa Suomeen syntyi parikymmentä rahastoa lisäliitteellä tekno, telecom tai new media. Vaikka rahastomyyjät mainitsivat kyseisten rahastojen riskit, tuskin kukaan oivalsi, kuinka rajuja rahojen menetyksiä osuudenomistajat kärsisivät. Sijoituspääomat menivät pahimmillaan jopa viidennekseen. Vielä tämän jälkeen markkinoille tuli muutamia biotekniikkaan erikoistuneita rahastoja, joiden tuottomenestys ei sekään ollut mairitteleva.

Sijoittajan kannalta paradoksaalista on se, että kun tekno- ja telecom-rahastot olivat pohjalukemissa, uusia ostajia ei ilmestynyt. Rahastosijoittajat käyttäytyivät kuten laumaeläimet. Ostivat kun kaikki ostivat ja oli kallista, mutta hyvin harva ymmärsi ostaa, kun rahastot olivat halvimmillaan. Edelleen on toiminnassa useita tekno- ja telecom-rahastoja, vaikka niitä lakkautettiin paljon vähäisten pääomien takia.

5.6 Tarjolla myös erikoisempia rahastoja

Maailmassa on noin 60 000 sijoitusrahastoa. Tähän joukkoon mahtuu monenmoista rahastotyyppiä ja sijoitustyyliä. On raaka-aineisiin kuten kultaan sijoittavia, on yksittäisiä maa-, toimiala-, elämäntapa- ja aikahorisonttirahastoja. Suomesta löytyy sellainenkin kummajainen kuin Mandatum Kontra, jonka salkku on rakennettu hyötymään yleisestä kurssilaskusta.

Kalifornian Beverly Hillsissä oleva Meyers Pride Fund mainostaa ostavansa osakkeita yhtiöistä, jotka ovat gay-ystävällisiä. Katolisten arvoja kunnioittava rahastoyhtiö taas on amerikkalainen Ave Maria Mutual Funds -rahasto. Kirkkoja ja kirkkokuntia lähelle pyrkiviä rahastoyhtiöitä on paljon ja kovin erilaisia. Eettisyydestä on joillekin rahastoyhtiöille tullut tärkeä myyntiargumentti, jotta asiakkaiden toiveet sijoittamisesta kestävään kehitykseen täytetään. Eettisen rahaston erottaminen tavallisesta rahastosta on suhteellisen vaikeaa, koska useat pörssiyrityksetkin noudattavat kestävän kehityksen arvoja.

Ehkä toista ääripäätä edustaa Vice fund, joka mainostaa itseään Abraham Lincolnin lausauhduksella: "Kokemukseni perusteella ihmisillä, joilla ei ole paheita, on kovin vähän hyveitä." Tämä rahasto uskoo, että alkoholi-, ase-, kasino- ja tupakkateollisuus ovat nykyisessä eettisyyttä korostavassa sijoitusmaailmassa aliarvostettuja. Rahaston suurimpia sijoituksia ovat tupakkajätti Altria Group (Philip Morris), peliyhtiö Multimedia Games, viinantekijä Anheuser-Busch Companies ja puolustusteollisuuden alihankkija L-3 Communications.

5.7 Rahastosijoittaminen Internetissä

Amerikkalaiset johtavat online-välittäjät, kuten E*Trade ja Charles Schwab, välittävät päivittäin rahasto-osuuksia aivan kuten osakkeita. Suomessa rahastoilla treidaajia ei juuri ole, eivätkä rahasto-osuudet ole aktiivisen kaupankäynnin kohteena. Treidaukseen sopivampia tuotteita ovat ETF:t eli indeksiosuusrahastot, jotka ovat reaaliajassa kaupankäynnin kohteena. Rahastojen merkintään ja lunastukseen tulee Suomessa yleensä päivän viive.

Nettibuumin aikaan Suomeen yritettiin rakentaa rahastotoreja, joissa rahastosijoittajat olisivat voineet hypellä rahastoista toisiin. Suomessa rahasto on kuitenkin tuote, johon tehdään yleensä pitempiaikainen sijoitus. Sonera Plaza joutui lopettamaan rahastopalvelunsa, ja Rahastotori Oy:n toimintakin muutti muotoaan.

TURUN KAUPPAKORKEAKOULU
KIRJASTO - TIETOPALVELU
REHTORINPELLONKATU 3
20500 TURKU

Rahasto-osuuden merkintä käy helposti Internetin kautta. Ensimmäisessä merkinnässä edellytetään perustietojen antamista sekä rahastotilin avaamista. Suomalaisissa rahastoyhtiöissä tämä käy vaivattomasti, sopimuksen allekirjoitus vaaditaan joko faksattuna tai kirjeitse. Sijoitus Euroopan unionin sisällä oleviin rahastoihin on liki yhtä helppoa. Suomalaispankkien maksupalveluilla pystyy tekemään siirtoja ulkomaisille tileille, mutta tämä saattaa viedä joitakin päiviä enemmän kuin pano kotimaiselle tilille.

Kätevästi käy myös tilin avaaminen luxemburgilaisiin rahastoihin, mutta nekin edellyttävät säilytyssopimuksen tekoa ja allekirjoitusta. Kun tili on avattu, lisämerkinnän tekoon tarvitaan vain tilisiirto.

Morningstarin nettisivuilta löytyy salkkupalvelu, johon voi panna useampia rahasto-osuuksia, ja Morningstarin Portfolio X-Ray -palvelulla voi tarkistaa, millainen on tämän rahastosalkun riski tai paljonko yhteensä omistaa Nokiaa useamman rahaston kautta. Osake- ja rahastosalkkuja voi verkossa muodostaa myös Arvopaperin, Eufexin, Kauppalehden ja Taloussanomien www-sivuilla.

Rahastosijoittaminen onkin yhä enemmän siirtynyt Internetiin. Merkinnän teko tai lunastus on netissä hyvin yksinkertainen toimenpide. Kemijärveltä tai Kentuckysta voi vain hiiren klikkauksella panostaa Intia-, Venäjä- tai Brasilia-rahastoon. Onkin sanottu, että Internetin, kehittyvien maiden rahastojen ja ETF:ien ansiosta globalisaatio on ottanut merkittävän askeleen. Ainakin ilmiöllä on selitetty, miksi kehittyvien maiden osakemarkkinat ovat tuottaneet 2000-luvulla erinomaisesti verrattuna esimerkiksi Yhdysvaltain tai Euroopan pörsseihin.

Suomessa on tehty 330 000 rahastosijoitusta kehittyvien maiden rahastoihin. Se on iso luku ja kertoo, että suomalaiset rahastosijoittajat ovat uskaltaneet lähteä hakemaan tuottoja Brasilian, Intian, Itä-Euroopan, Kiinan, Venäjän ja Turkin osakemarkkinoilta. Tuskin näin suuri joukko olisi innostunut, ellei tieto eksoottisiin maihin sijoittavista rahastoista olisi tyydyttävää ja ellei rahastosijoittaminen olisi niin yksinkertaista.

6
Rahastosijoittajan vaihtoehdot

6.1 Rahastoa vakuutuksen kautta?

Suomessa on myyty henki- ja säästövakuutuksia melkein sata vuotta. Vakuutuslaitoksilla on vuosien varrella ollut erilaisia tuotteita, joihin asiakkaan raha on majoitettu. Koko säästövakuutushistorian ajan verottaja on ollut ohjaava tekijä.

Valtion verokarhu on armeliaasti antanut erilaisia etuuksia ja vapautuksia vakuutussäästöihin. On ajateltu, että vakuutuksen kautta tehty säästö on osa eläketurvajärjestelmää.

Monimutkainen vakuutuksen verotukijärjestelmä ei ole vain suomalainen ilmiö vaan ulottuu koko läntiseen maailmaan. Historian perintönä on lakeja ja verotukia, jotka periytyvät vuosikymmenen takaa. Omaperäinen verotukijärjestelmä on käytössä ainakin Ruotsissa, Britanniassa, Ranskassa ja Italiassa.

EU:ssa ei ole edes keskustelu käynnistynyt vakuutus- ja eläkesäästämisen yhtenäistämisen puolesta eikä virkamiestason suunnittelu ole alkanut. Onkin todennäköistä, että Suomessa, kuten myös useissa muissa EU-maissa, säilyy omintakeinen lainsäädäntö vakuutus- ja eläkesäästämiseen.

Vaikka vakuutusmaailman säästötuotteet saadaan näyttämään monimutkaisilta, on yksi asia erittäin yksinkertainen: mihin vakuutusrahan tuotto sidotaan. Nykyisin yhä useammissa tapauksissa rahastoihin.

Suomessa voi ohjata varojaan rahastoihin hankkimalla sijoitusrahastoihin kytketyn sijoitus-, säästö- tai eläkevakuutuksen. Rahastoihin kytketyistä vakuutuksista käytetään usein nimeä rahastovakuutus tai unit link. Niitä myyvät muun muassa vakuutusyhtiöt, pankit ja vakuutusmeklarit.

Rahastovakuutuksenottaja maksaa normaalisti vakuutusmaksuja, jotka vakuutusyhtiö panee ennalta sovitulla tavalla johonkin sijoitusrahastoon. Esimerkiksi Sammolla ja Tapiolalla on suosituille vakuutuksiin sidotuille rahastoille kuvaavat nimet: Sampo Tavoite 2030 ja Tapiola 2030. Molempien rahastojen idea on siinä, että vuonna 2030 alkaa eläkeikä. Molemmat rahastot ovat yhdistelmärahastoja eli koostuvat sekä osakkeista että korkoinstrumenteista. Kun tavoitehetkeen on yli 20 vuotta, on osakkeiden paino korkeampi, mutta lähempänä h-hetkeä nostetaan korkosijoitusten painoa. Ajatuksena on ottaa käyttöön rahat vuonna 2030, ja jos vuoteen 2029 osuisi samankaltainen pörssiromahdus kuin sata vuotta aikaisemmin, ei eläkesäästöjen hetkellisestä arvonlaskusta tarvitse olla huolissaan.

Yleensä sijoitusvakuutusasiakas voi itse valita rahaston tai rahastot, joihin sijoitusvarat pannaan. Rahastoja voi vaihdella myös vakuutuksen sisällä, joten yhteen rahastoon ei ole sidottu, vaikka tekisikin rahastovakuutuksen 25 vuodeksi.

Rahastovakuutuksien pulmana ovat kulut, joita syntyy, kun jakajina on useampia välikäsiä. Pahimmassa tapauksessa vakuutusmeklari myy jonkin vakuutusyhtiön rahastovakuutusta, jonka alla oleva tuote sattuu olemaan toisen rahastoyhtiön rahasto. Kun on kolme palkkionperijää eli meklari, vakuutusyhtiö sekä rahastoyhtiö ja kukin ottaa omansa, kertyy kustannuksia. Vuositasolla tämä kustannus voi olla 3–5 prosenttia, mikä saattaa syödä arvonnousun kokonaan.

Sijoitusvakuutusten verohoukuttimia muutettiin vuonna 2004. Aikaisemmin vakuutuksen ottajat saattoivat tehdä verovähennykset ansiotulosta, mutta nykysäännön mukaan vähennys tehdään pääomatulosta. Tämän seurauksena sijoitusvakuutusten ottointo hieman laimeni. Kuitenkin vuonna 2007 on edelleen verotuksellisia etuja, joilla suositaan rahastosijoittamista vakuutuksien kautta.

Veroetuja ovat muun muassa:

- Rahastovakuutukseen kytkettyjä rahastoja voi vaihtaa ilman myyntivoittoveroa. Vero tulee maksuun vasta, kun rahat otetaan vakuutuksesta. Vaihtoa rajoittavat vakuutussopimukseen liittyvät ehdot – yleensä valittavien rahastojen määrä on rajallinen.
- Eläkevakuutuksenottaja voi vähentää vakuutusmaksunsa pääomaverotuksessa. Eläkkeestä peritään kuitenkin sen maksun yhteydessä normaali vero. Näin verotusta siirretään tulevaisuuteen.
- Rahastovakuutus tuo helpotusta myös lahjaverotukseen: kun rahastosijoituksen tekee vakuutusyhtiön kautta, lähiomaisille voi lahjoittaa 8 500 euroa kolmen vuoden välein ilman saajalle koituvaa lahjaveroa. Kuolemantapauksessa korvaus on lähiomaiselle verovapaata 35 000 euroon asti.

6.2 Exchange Traded Fund (ETF) eli indeksiosuus

ETF eli Exchange Traded Fund on hyvä esimerkki siitä, miten finanssimaailman tehokkuus luo uusia tuotteita. Rahoituksen akateemisessa maailmassa oivallettiin kauan sitten, että keskimääräistä parempiin tuloksiin pääsee indeksiä seuraavalla salkulla ja pienillä palkkioilla. Tähän tarkoitukseen loistava tuote on ETF, joka on pörssilistattu indeksiosuusrahasto. ETF:illä käydään kauppaa pörsseissä kuten osakkeilla.

Nykyisten ETF:ien historia ulottuu tammikuun 29. päivään 1993, jolloin American Stock Exchangeen listattiin S&P Depositary Receipts Trust Series 1 eli SPDR. Tällä S&P-indeksiä seuraavalla ETF:llä on myös oma markkinointinimi Spider eli hämähäkki. Kesti kuitenkin vuosikymmenen ennen kuin ETF:istä tuli suuren yleisön ja suosion tuotteita.

Mainosammattilaiset olivat apuna, kun 1998 Dow Jones Industrial Average -indeksiin sidottu ETF syntyi nimellä Diamonds eli timantit. Varsi-

nainen markkinoinnillinen menestystarina tuli Nasdaqista. New Yorkin bussien kylkiin ja televisiomainoksiin ilmestyi neljä kirjainta: QQQQ. Aikaisemmin ETF-osuudet olivat vain ammattilaisten tuntemia, ja mainoskampanjalla niistä yritettiin tehdä koko kansan tuotteita. Tämä on Nasdaqin indeksiin sidotun ETF:n nimi ja samalla sen kaupankäyntitunnus. QQQQ on pörssilistattu indeksirahasto, joka vuonna 2005 oli useana päivänä Wall Streetin vaihdetuin "osake".

ETF:ien läpimurtoa markkinoille edesauttoi myös vuosiin 2004–2005 osunut raaka-aineiden, öljyosakkeiden ja kehittyvien markkinoiden raju nousu. Juuri erikoisiin toimialoihin taikka Brasilian, Venäjän tai Kiinan osakemarkkinaan ETF:t ovat edullinen ja yksinkertainen tapa päästä mukaan.

ETF:ien markkina on sen verran nuori, että valikoima on vielä puutteellinen. Yhdysvalloissa noteerattuja ETF:iä oli 480 erilaista toukokuussa 2007 ja niiden alla olevan omaisuuden arvo oli 471 miljardia dollaria. Tämä on vielä melko vähän, kun muistaa rahastojen määrän.

Merkittävimmät indeksiosuusrahastoja noteeraavat pörssit ovat American Stock Exchange (Amex), New York Stock Exchange (NYSE) sekä Euroopassa Deutsche Börse ja Pariisin Euronext. Suurin liikkeeseenlaskija on Barclays Bankin tytäryhtiö iShares, jolla on kymmeniä ETF:iä useissa eri pörsseissä. Société Généralen tytäryhtiö Lyxor on merkittävä liikkeeseenlaskija erityisesti Euronextissä ja Deutsche Börsessä. Tietoa ETF:istä löytyy esimerkiksi osoitteista: www.morningstar.com, www.etfguide.com tai finance.yahoo.com/etf.

Amerikkalaisiin indekseihin sidottuja ETF:iä on runsaasti. Tarjolla on mm. small capiin, energia-sektoriin tai arvo-osakkeisiin sijoittavia ETF:iä. Eksoottisimmista voisi mainita kehittyvien markkinoiden indeksiä seuraavan iShare MSCI Emergin (kaupankäyntitunnus EEM), kultaan sidotun iShare Comex Goldin (IAU) tai Kiinan osakemarkkinaan sidotun iShares TR FTSE:n (FXI).

ETF:t ovat kulurakenteeltaan edullisia, mutta niiden hankinnasta ja säilytyksestä saattaa suomalaisille tulla lisäkustannuksia.

ETF:t ovat rahastoja, jotka seuraavat jotakin määrittelemäänsä indeksiä tai koria. Kutakin ETF:ää hoitava rahastoyhtiö perii hallinnointipalkkion, joka vaihtelee 0,07 prosentista 0,77 prosenttiin. Halvimpia ovat amerikkalaiset suurimpiin indekseihin sidotut ETF:t ja kalleimpia eksoottisten maiden tuotteet. Esimerkiksi iShare MSCI Emerg EEM:stä peritään 0,77 prosenttia vuotuisesta tuotosta, mikä on huomattavasti vähemmän kuin kehittyvien maiden rahastoista keskimäärin.

ETF:ää pörssistä ostava voi seurata vaikkapa minuutti minuutilta haluamansa tuotteen noteerausta. Kuten osakkeiden, myös ETF:ien hinnat vaihtelevat kysynnän ja tarjonnan mukaan. ETF:n takana oleva rahastoyhtiö kuitenkin antaa koko ajan tuotteelleen ns. kaksipuolista hintaa eli osto- ja myyntinoteerausta. Osto- ja myyntihintojen erotusta kutsutaan alan kielellä sprediksi, joka vähän vaihtuvissa tuotteissa saattaa olla isompi.

Investointipankki Salomon Smith Barneyn selvityksen mukaan Yhdysvaltoihin sijoittavien ETF:ien keskivertospredi eli osto- ja myyntitarjouksen ero oli 0,06 prosenttia ja kansainvälisten 0,17 prosenttia. Ajoittain tämä spredi voi olla prosentinkin luokkaa. Tämä kulu on syytä muistaa, kun laskee ETF:ien kokonaiskulua.

Suomalaiselle yhden amerikkalaisen ETF:n omistaminen voi tuoda yllättäviä kustannuksia, koska välittäjät perivät ulkomaisista osakkeista ja ETF:istä lajikohtaisia säilytyskuluja.

Helsingin pörssissä on ollut kaupankäynnin kohteena ETF eli indeksiosuus vuodesta 2001. Helsingin pörssi eli nykynimeltään OMX järjesti tarjouskilpailun rahastoille ETF:n hallinnoinnista. Tämän kisan voitti indeksirahastoihin erikoistunut Seligson & Co Rahastoyhtiö Oyj, joka on vastannut tuotteen valmistuksesta alusta alkaen. Tämän sijoitusrahaston nimi on Erikoissijoitusrahasto OMX Helsinki 25 -indeksiosuusrahasto, ruotsiksi Specialplaceringsfonden OMX Helsinki 25 -indexandelsfond ja englanniksi OMX Helsinki 25 Exchange Traded Fund (ETF).

OMX 25 -indeksiosuusrahaston rahasto-osuus on Helsingin pörssissä julkisen kaupankäynnin kohteena oleva arvopaperi, eli sillä voi käydä kauppaa kuin Helsingin pörssin osakkeilla. OMX 25 -osuudet ovat julkisen kaupankäynnin kohteena 100 kappaleen erissä, ja yhden kaupankäyntierän arvo pyrkii vastaamaan OMXH25 indeksipistelukua euroina.

OMX 25 -indeksiosuusrahasto ei ole saanut samanlaista markkinointikampanjaa tuekseen kuin Spider, QQQQ tai Diamonds, mutta silti rahastoon on kertynyt 164 miljoonan euron pääoma. OMX 25 -indeksiosuusrahaston hallinnointipalkkio on 0,17 prosenttia. Tämänkin, kuten kaikkien ETF:ien, kuluissa pitää ottaa huomioon hankintakulut eli pörssivälittäjien palkkiot, jotka vaihtelevat Suomessa 0,1:n ja 1,0:n prosentin välillä. OMX 25 -indeksiosuusrahaston säilytyskulu on sama kuin minkä tahansa suomalaisen osakkeen säilytyskulu arvo-osuustilillä.

Kenelle ETF sopii? ETF:ien erinomainen puoli on siinä, että ne sopivat kaiken kokoisille sijoittajille. ETF:t voivat antaa hajautushyötyjä miljardisalkkuun, ja niitä voivat ostaa suomalaiset palkkasäästäjät. ETF:iä ostetaan kuten pörssiosakkeita, eikä minimisijoituksen koko ole niissä yleensä esteenä.

Yhdysvalloissa vaihdetuimmat ETF:t:

Rahaston nimi	Kaupankäyntitunnus
SPDRs	SPY
NASDAQ 100 Trust Shares	QQQQ
iShares Russell 2000 Index	IWM
Financial Select Sector SPDR	XLF
UltraShort QQQ ProShares	QID
Energy Select Sector SPDR	XLE
iShares MSCI Japan Index	EWJ
DIAMONDS Trust, Series 1	DIA
iShares MSCI Emerging Markets	EEM
iShares MSCI Brazil Index	EWZ
Semiconductor HOLDRs	SMH
UltraShort S&P500 ProShares	SDS
Utilities Select Sector SPDR	XLU
Oil Services HOLDRs	OIH
iShares MSCI Taiwan Index	EWT

Materials Select Sector SPDR	XLB
iShares Dow Jones US Real Estate	IYR
iShares MSCI EAFE Index	EFA
MidCap SPDRs	MDY
Industrial Select Sector SPDR	XLI

Lähde: Yahoo Fincance 31.8.2007

6.3 Open End -sertifikaatti

Helsingin pörssissä on 2007 alkaen noteerattu pääasiassa ABN Amron liikkeelle laskemia Helsingin Pörssin Open End -sertifikaatteja, jotka ovat ETF-tuotteiden kaltaisia arvopapereita. Open End -sertifikaatti on strukturoitu sijoitustuote, joka kohdistuu erilaisiin kohde-etuuksiin, kuten määrättyyn indeksiin. Sertifikaatti seuraa tarkasti kohde-etuutena olevaa indeksiä. Open End -sertifikaatilla ei ole määrättyä päättymispäivää, eli voit käydä sillä kauppaa useita kertoja päivässä tai sijoittaa pidemmäksi aikaa.

Maailmalla on paljonkin tällaisia erikoisiin markkinoihin sidottuja tuotteita. Helsingin pörssiin on tuotu Turkin, Ukrainan, Kazakstanin ja Vietnamin pörssejä seuraavia Open End -setifikaatteja. Näillä Open End -serfitikaateilla ei ole aktiivisia salkunhoitajia, vaan ne pyrkivät luomaan paikallisia indeksejä seuraavia koreja. Kustannukset ovat yleensä tämänkaltaisissa tuotteissa rahastoja edullisempia. Hallinnointipalkkiot näissä ABN Amron Open End -serfitikaateissa vaihtelevat 1,0 ja 1,5 prosentin välillä. ABN Amro antaa tuotteille osto- ja myyntinoteerauksia, joiden ero on tuotteesta riippuen korkeimmillaan joitakin prosentteja.

Open End -serfitikaatit sopivat kaikille sijoittajille. Minimisijoitus on yhden yksikön verran eli 100 euroa, ja kustannuksiltaan nämä tuotteet ovat kohtuullisen edullisia.

6.4 Indeksilaina eli optio + joukkovelkakirjalaina

Pörssikurssien syöksylasku vuosituhannen teknokuplan jälkeen teki sijoittajista varovaisia. Pelko mahdollista rahojen menetystä kohtaan sai pankkiirit luomaan tuotteita, joissa puhutaan joko absoluuttisesta tuotosta tai pääomaturvasta.

Vuosina 2001–2003 syntyi lukematon määrä rahastoja, joiden tavoitteena eivät olleet niinkään suuret voitot vaan pienet mutta plusmerkkiset tuottoluvut. Kuitenkaan kaikki absoluuttisen tuoton rahastot eivät pystyneet vaikeassa markkinatilanteessa pysymään lupauksissaan. Absoluuttisen tuoton rahastojen suosiota ehkä vähensi se, että ne ovat säännöiltään vaikeasti ymmärrettäviä.

Aivan yksinkertaisia tuotteita eivät ole indeksilainatkaan. Kuitenkin indeksilainojen myynnin argumentti on yksinkertainen: pääomaturvattu ratkaisu.

"Pääomaturvattu indeksilaina sopii Sinulle, joka et halua riskeerata sijoitettavaa pääomaa, mutta olet valmis rajattuun riskinottoon", kuuluu suuren pankkikonsernin indeksilainan myyntilause.

Suomessa on laskettu liikkeelle satoja erilaisia indeksilainoja, eikä niitä voi yleispätevästi kuvata. Jokaisella indeksilainalla on omat ominaispiirteensä, mutta perusrakenteeltaan indeksilainassa on kaksi elementtiä: laina sekä optio johonkin markkinaan.

Tyypillinen indeksilaina voisi olla esimerkiksi DJ Euro Stoxx -indeksin kehitykseen sidottu tuote. Esimerkiksi 1 000 euron sijoitus indeksilainaan voisi mennä seuraavalla tavalla: Asiakkaalle ei luvata korkotuottoa, vaan ainoastaan pääoma takaisin. Lainan liikkeellelaskija lupaa maksaa 1 000 euroa takaisin viiden vuoden kuluttua, vaikka pörssikurssit romahtaisivat. Tuolta ajalta korkotuottoa pääomalle kertyisi kolmen prosentin korolla 150 euroa. Tämä 150 euron korkotuotto tai sen nykyarvo sijoitetaan johonkin johdannaiseen, tässä tapauksessa DJ Euro Stoxx -indeksiin sidottuun johdannaiseen, jolla on viisi vuotta juoksuaikaa.

Näin saadaan tuote, jonka mainoslause voisi kuulua näin: "sijoita pääomaturvatusti Euroopan osakemarkkinoille". Tällä 150 euron rahalla saa johdannaisen, jolla saa tuoton koko pääomalle.

Jos DJ Euro Stoxx -indeksi olisi viiden vuoden päästä 50 prosenttia korkeammalla, voisi 150 euron johdannainen olla 500 euron arvoinen. Näin indeksilainan takaisinlunastushinta olisi 1 500 euroa. Tätä voittoa voivat vähentää indeksilainan myyntikulut, mutta huonoimmillaankin indeksilainasta saa 1 000 euroa takaisin.

Indeksilainan kohde-etuus voi olla sähkön hinta tai Turkin valuutta. Ainakin tällaisia lainoja on laskettu liikkeelle, ja suomalaiset ovat niitä merkinneet. Suosittuja ja hyvätuottoisia ovat olleet kehittyviin osakemarkkinoihin sidotut indeksilainat. Moni ajattelee, että Brasilian, Kiinan tai Venäjän markkinoiden tuottoihin olisi nautinnollista päästä mukaan mutta riskit hirvittävät. Näillä markkinoilla on nähty synkkiä pudotuksia.

Ostajan kannalta indeksilainojen pulmana on palkkioiden vaikea arviointi. Tuodessaan uusia ja eksoottisia tuotteita markkinoille pankkiirit pyrkivät hinnoittelemaan tuotteensa oman kukkaronsa hyöty mielessä. Vasta kilpailu painaa hinnat alaspäin. Tämä ilmiö on näkynyt suomalaisissa indeksilainoissa, joissa hintakilpailu on painanut indeksilainojen palkkioita alaspäin.

Indeksilainat, kuten myös joukkovelkakirjalainat, hinnoitellaan prosentteina. Usein indeksilainan lähtö- tai myyntihinta on 100 prosenttia. Myyjä voi ottaa indeksilainasta 1–3 prosentin myyntipalkkion. Tähän asti hinnoittelu on yksinkertaista, mutta se, miten indeksoinnista peritään palkkio, onkin vaikeampi yhtälö. Yleispätevää sääntöä siitä, miten indeksilainan tuotto määräytyy, ei voi sanoa.

Joka tapauksessa pääomaturva maksaa ja yhtä hyvään tuottoon kuin indeksirahastoilla ei indeksilainoilla päästä. Jos päästään, riski on korkeampi.

Pääsääntöisesti indeksilainat myydään, kun lainat lasketaan liikkeelle. Liikkeellelaskijat tarjoavat myös jälkimarkkinan indeksilainoille eli anta-

vat päivittäistä hintanoteerausta. Vaikka lainan juoksuaika olisi 5–8 vuotta, pääsee tuotteista eroon ennen erääntymistä. Toki lainoja voi myös ostaa liikkeellelaskun jälkeen, mutta tämä edellyttää, että kyseistä lainaa on tarjolla. Indeksilainojen osto- ja myyntihinnan erot vaihtelevat 1–2 prosentin välillä.

Indeksilainan jokainen sijoittaja voisi teoriassa muodostaa itsekin siten, että panee 85 prosenttia talletustilille ja 15 prosenttia johonkin optioon. Piensijoittajille viiden vuoden juoksuajan optioiden löytäminen on hankalaa, mutta suursijoittajille portfolion rakentamiseen harvemmin käytetään indeksilainoja. Suursijoittajien salkkuun näitä kotimaisia indeksilainoja ei juuri ole mennytkään, vaan ostajakuntana ovat olleet pienet ja keskisuuret sijoittajat.

Synonyymina indeksilainalle on käytetty termiä sijoitusobligaatio tai sijoituslaina. Näitä option ja joukkolainan yhdistelmiä voidaan kutsua yleistermillä strukturoidut tuotteet. Ainakin alan toimijat puhuivat itse näillä termeillä, kun Suomen Strukturoidut Sijoitustuotteet ry. perustettiin. Suomen Strukturoidut Sijoitustuotteet ry. kerää tilastotietoa indeksilainojen kaltaisten tuotteiden volyymista. Tilaston mukaan vuonna 2006 kokonaismyyntivolyymi oli jo 2,43 miljardia euroa, josta pääomaturvattujen sijoitusten osuus oli 2,0 miljardia euroa. Markkina on kasvanut vauhdilla, sillä vielä viisi vuotta sitten indeksilainoja myytiin tuskin kymmenesosalla tuosta määrästä.

Julkisesti myynnissä on ollut noin 200 erilaista strukturoitua tuotetta, joita ovat liikkeelle laskeneet Aktia, Evli, FIM, EFG Investment Bank, Handelsbanken, Nordea, OKO, Sampo, SEB, Icecapital ja Ålandsbanken. Tämän lisäksi muutama ulkomainen toimija on kaupitellut suomalaisille indeksilainojaan.

Rahoitustarkastus julkaisi maaliskuussa 2007 tiedotteen, jossa edellytettiin indeksilainojen liikkeellelaskijoilta selkeyttä hinnoitteluun. Rahoitustarkastuksen mielestä indeksilainojen palkkiot eivät ole kaikilta osin läpinäkyviä sijoittajille.

Rahoitustarkastuksen mukaan indeksilainojen merkintäpalkkion lisäksi palkkioita on voitu sisällyttää suoraan lainan merkintähintaan ilman, että tällaisten palkkioiden olemassaolosta tai määrästä on lainkaan annettu tietoja. Indeksilainat ovat tuotteina monimutkaisia, ja niiden palkkiorakenteen avaaminen ei usein onnistu yksinkertaisesti. Useissa Euroopan maissa paikalliset rahoitustarkastajat ovat kieltäneet näin vaikeaselkoisten tuotteiden myynnin yksityishenkilöille.

Indeksilainat ovat tulleet Suomen markkinoille aivan viime vuosina. Rahoitustarkastus ja alan toimijat eivät ole luoneet yhteistä käytäntöä. Rahoitustarkastus ikään kuin toiveen esittämällä yrittää saada indeksilainojen ja sen kaltaisten tuotteiden liikkeellelaskijat selvittämään myyntiesitteissään tarkemmin hinnoittelua. Ratan ohjeistus onkin parantanut tilannetta.

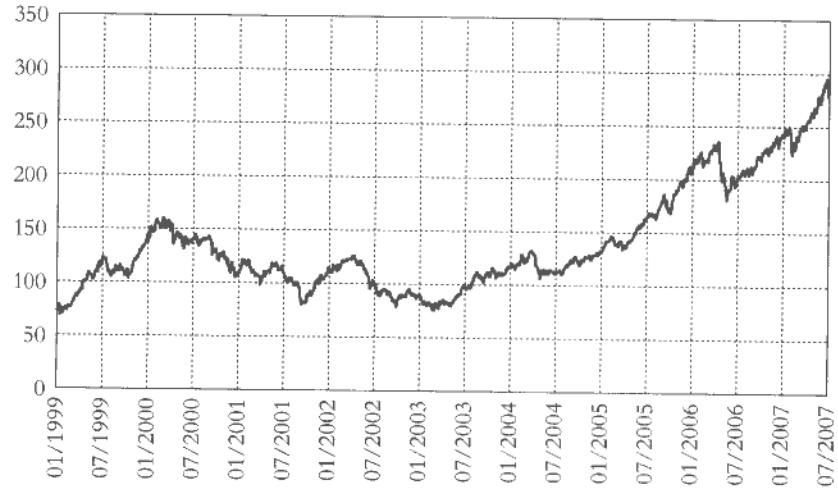
Kenelle indeksilainat sopivat? Indeksilainoissa minimisijoitukset ovat yleensä 3 000–5 000 euroa. Indeksilainat sopivat kenen tahansa sellaisen sijoittajan salkkuun, joka etsii vaihtoehtoisia kohteita. Indeksilainoilla on päässyt hyvin kehittyville markkinoille ilman pelkoa menettää pääomaa. Indeksilainojen pulmana on se, että tuotteet ovat monimutkaisia ymmärtää ja myyjän palkkiot voivat syödä ison osan tuotosta.

7

Sijoittaminen kehittyville markkinoille

Kehittyvien markkinoiden rahastot tarjoavat meille erinomaisen esimerkin siitä, miten tehokkaita välineitä rahastot ovat. Oman osakesalkun muodostaminen venäläisistä, brasilialaisista ja turkkilaisista osakkeista olisi työlästä ja kallista. Lisäksi osakkeiden valinta ja rahaliikenteen hoitaminen Moskovan, Rio de Janeiron tai Istanbulin pörssiin olisi useimmille osakesijoittajille ylivoimaista. Sen sijaan Venäjä-, Brasilia- tai Turkki-rahaston osuuden ostaminen on yhtä yksinkertaista kuin minkä tahansa rahasto-osuuden ostaminen.

Rahastosijoittamisen helppous ja kurssinousu ovat tehneet kehittyvien maiden rahastoista suosittuja myös Suomessa. Kehittyvien markkinoiden keskimääräinen osakekehitys oli erinomainen vuosina 2003–2007, kuten kuviosta näkyy.



Kuvio 38. MSCI EM -indeksin kehityksestä näkee, että pörssivuodet 2003–2007 ovat olleet poikkeuksellisen hyviä.

Tässä yhteydessä ei oteta kantaa siihen, miten laajasti kehittyvät markkinat -käsite pitäisi ymmärtää. Sijoitusmaailmassa kehittyville markkinoille on tarkka tulkinta, jonka on määritellyt esimerkiksi Morgan Stanley Capital Internationalin muodostama MSCI Emerging Markets -indeksi. On muitakin kehittyvien markkinoiden vertailuindeksejä, mutta MSCI EM lienee eniten käytetty.

MSCI EM -indeksin historia alkaa vuodesta 1987. Silloin elettiin aikaa, jolloin Itä-Euroopan alueella ja Venäjällä ei juuri pörssikauppaa harrastettu, vaan indeksi muodostui lähinnä Aasian ja Latinalaisen Amerikan pörssiosakkeista.

MSCI EM -indeksin sisältö on muuttunut vuosien aikana, kun markkinat ovat kehittyneet. Vuonna 2007 indeksissä olivat mukana seuraavien maiden pörssit: Argentiina, Brasilia, Chile, Egypti, Etelä-Afrikka, Filippiinit, Intia, Indonesia, Israel, Jordan, Kiina, Kolumbia, Korea, Malesia, Meksiko, Marokko, Pakistan, Peru, Puola, Taiwan, Thaimaa, Tsekki, Turkki, Unkari, Venezuela ja Venäjä.

Indeksi lasketaan markkina-arvoja painottaen, ja siinä saavat suurimman painon Korea, Taiwan, Etelä-Afrikka, Brasilia, Kiina ja Meksiko.

Kun puhutaan kehittyvien maiden osakemarkkinoista, on helppo ymmärtää niiden sisältävän riskejä. Riskejä voisi eritellä yhtiökohtaisiksi, valuutta- tai poliittisiksi riskeiksi. Viimeisen kymmenen vuoden aikana on nähty useampia poliittisia ja taloudellisia kriisejä, jotka ovat vieneet osakekurssit syöksyyn.

Thaimaan bathin joutuminen vuonna 1997 suursijoittajien hyökkäyksen kohteeksi aloitti tapahtumaketjun, josta syntyi koko Aasiaa koskettava valuuttakriisi. Bath, kuten useimmat naapurimaidenkin valuutat, heikkeni nopeasti, kun luottamus talousjärjestelmiin katosi. Pörssikurssitkin syöksyivät ennätysvauhdilla alas. Valuuttakriisin jälkeen Thaimaan pörssillä on ollut monta hyvää vuotta, mutta pörssillä on vielä matkaa romahdusta edeltäneelle tasolle. SET-indeksi elokuussa 2007 oli 813 pisteessä, kun se oli korkeimmillaan yli 1 700 pisteessä.

Venäjän osakemarkkinoilla on nähty vuoristoratamaista menoa. Pahin kriisi oli vuonna 1998, jolloin rahoitusmarkkinakriisi vei luottamuksen ja pudotti osakkeiden arvoja. Suomalainen FIM Rahastoyhtiö oli ensimmäisiä maailmassa lanseeraamassa Venäjälle sijoittavaa rahastoa. Tämä tapahtui syksyllä 1998. Silloin elettiin Venäjän pankkikriisin aikaa. Alle vuodessa rahaston arvo ehti pudota 100 markan lähtöarvosta 13 markkaan. Syksyllä 2007 FIM Russian arvo on 85 euroa eli 500 markkaa.

Venäjä on muuttunut 2000-luvulla vauhdilla länsimaisemmaksi. Pörssiyritykset ovat ryhtyneet noudattamaan länsimaista kirjanpitojärjestelmää, tekemään voittoa ja jakamaan osinkoja. Useat on jopa listattu New Yorkin pörssiin, jossa venäläisyhtiöt on alistettu tiukkaan valvontaan.

Moskovan pörssin RTS-indeksi kohosi 100 prosentin vuosivauhdilla vuosina 2004 ja 2005. Vauhtia osakkeisiin on antanut öljyn hintakehitys – öljybarrelin hinta on kolminkertaistunut. Se on näkynyt suoraan Moskovan pörssin suurimpien yhtiöiden, kuten Lukoilin ja Gaspromin, tulosrivillä.

Koko MSCI EM -indeksin laskenta-alueella asuu enemmistö maailman väestöstä, mutta maailman pörssien markkina-arvosta nämä maat jäävät alle kymmenykseen. Talouskasvu on selvästi ripeämpää kehittyvien markkinoiden alueella, mikä antaa pörssiyrityksille edellytyksiä parantaa voittojaan.

Kehittyvien markkinoiden osakekurssien nousuodotuksiin kannattaa kuitenkin suhtautua kriittisesti. Kehittyvien osakemarkkinoiden tunnelmaa on verrattu viiden vuoden takaiseen teknohuumaan. Ilmiössä on samankaltaisia piirteitä. Takana on hurja kurssinousu, rahastoyhtiöt lanseeraavat uusia erikoisrahastoja ja mennyttä nousua perustellaan koko talousjärjestelmän muutoksella. Vuonna 2001 uskottiin, että Internetin uudet yhtiöt ja teknologiat vievät perinteisiltä toimijoilta bisneksen. Näin ei käynyt, vaan jokainen lentoyhtiö, kauppa ja pankki ovat oppineet hyödyntämään Internetiä.

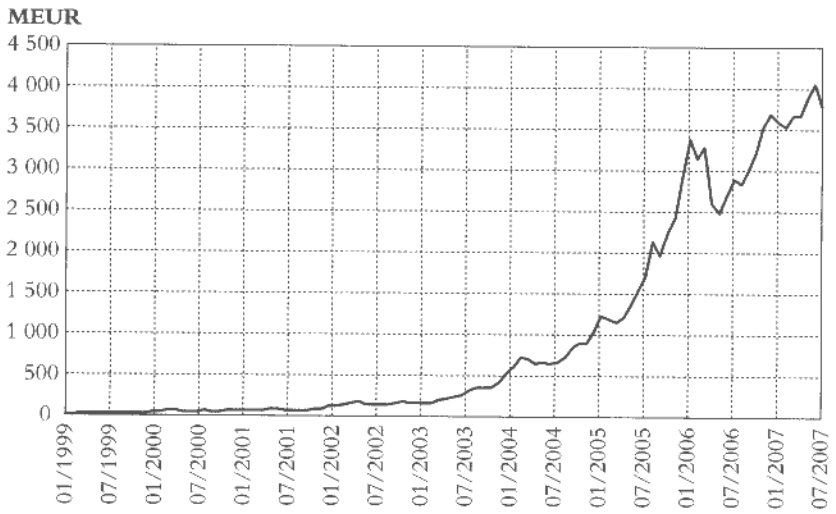
Globalisaation seurauksena voi olla, että suuret monikansalliset yhtiöt menestyvät ja kehittyvien maiden firmat eivät pärjää kilpailussa. Puhutaan kuitenkin isosta ja monisäikeisestä ilmiöstä. Tuskin Brasilian, Intian, Kiinan, Turkin ja Venäjän yritysmaailmat kulkevat kaikki samaan suuntaan. Vaihteluja maiden ja maanosien välillä on tulevaisuudessakin.

Ammattisijoittajat eivät näe samanlaista kuplaa kuin tekno-osakkeissa aikoinaan. Morningstarin kysely eurooppalaisilta salkunhoitajilta antaa vastauksen, että vain hyvin pieni osa näkee kehittyvien markkinoiden osakkeiden arvostuksessa kuplan. Enemmistö näkee kehittyvien markkinoiden osakkeille nousupotentiaalia. Perusteluksi tarjotaan alhaista arvostustasoa ja hyviä kasvunäkymiä.

P/E-luvuilla eli voittokertoimella Euroopassa, Japanissa ja Yhdysvalloissa osakkeet ovat kalliimpia kuin kehittyvillä markkinoilla. Toiseksi kasvuvauhti on kehittyvillä mailla kovempaa. Maailmanpankki ennustaa, että Intiassa, Kiinassa ja Thaimaassa talouskasvu on yli viisi prosenttia seuraavan 15 vuoden ajan.

Kansantuotteen kasvu tarkoittaa sitä, että taloudellisen toimeliaisuuden kokonaisarvo kasvaa. Näkyykö tämä pörssiyhtiöiden tuloksissa ja kasva-

vina osinkoina, ei ole itsestäänselvyys. Joka tapauksessa on helppo uskoa, että kasvu antaa mahdollisuuden parempiin tuloksiin niin paikallisille kuin monikansallisillekin pörssiyhtiöille.



Kuvio 39. Suomalaisten kehittyville osakemarkkinoille sijoittavien rahastojen pääomien kehitys 1/1999–7/2007.

Suomessa on tarjolla paljon erilaisia kehittyvien maiden markkinoista hyötyviä rahastoja. Esimerkiksi Sampo-konsernilla on tusinan verran tähän luokkaan kuuluvaa rahastoa, jotka nimetty seuraavasti: Mandatum Baltic, Mandatum China, Mandatum Emerging Asia, Mandatum Itä-Eurooppa, Mandatum Latin America, Mandatum Mustameri Poland, Mandatum Russia Small Cap, Mandatum Russia sekä kokoelma näistä kaikista nimellä Sampo Kehittyvät Markkinat. Hyvin samankaltaista rahastovalikoimaa tarjoavat myös muut suuret rahastoyhtiöt.

Suomeen rekisteröidyillä rahastoyhtiöillä on kaikkiaan 70 rahastoa, jotka ovat ilmoittaneet sijoitusalueekseen kehittyvät markkinat. Näistä vain yhdeksällä, lähinnä latinalaiseen Amerikkaan sekä Aasiaan sijoittavalla, rahastolla on ikää yli 10 vuotta.

Kehittyvien maiden rahastoihin sijoittavat korkeampaa tuottoa etsivät miespuoliset sijoittajat. Tämä käy ilmi Laura Mustosen vuonna 2006 tehdystä tutkimuksesta. Kehittyvien maiden rahastoihin sijoittavista 76 prosenttia oli miehiä, kun rahastosijoittajissa muuten näyttäisi olevan yhtä paljon naisia kuin miehiäkin. Ehkä yllättävää oli tieto siitä, kuinka suuren osan varoistaan suomalaiset rahastosijoittajat ovat uskoneet tähän luokkaan. Konservatiivinen sijoittaja panisi 5–10 prosenttia. Kyselytutkimuksen mukaan peräti kolmannes oli muodostanut koko rahastosalkkunsa kehittyvien maiden rahastoista. Vain pieni osa noudatti konservatiivista käsitystä eli alle 10 prosentin allokaatiota.

Suomalaisten innostus kehittyvien maiden rahastoihin sekä niiden ostamisen helppous näkyvät tilastoissa. Suomessa hallinnoiduissa kehittyvien maiden rahastoissa on pääomaa yli 3,8 miljardia euroa (31.7.2007).

Tilastot kertovat, että suomalaiset kehittyvien maiden rahastoihin sijoittavat hätäilevät kurssimuutosten takia. Kehittyvien maiden indeksien laskiessa hermostutaan ja vedetään rahastoista rahoja pois. Kun indeksit lyövät ennätyksiä, ostetaan rahasto-osuuksia. Tämä käy ilmi, kun vertaa Suomessa rekisteröityjen kehittyvien maiden rahastojen nettomerkintöjä ja MSCI EM -indeksin kehitystä.

Samankaltainen ilmiö on havaittavissa kehittyvienkin maiden osakerahastojen nettomerkintöjen ja indeksien kehityksen suhteen. Merkintään rahastoa, kun kurssit ovat huipulla ja lunastetaan paniikissa kurssien laskiessa. Vaikka rahastosijoittajat sortuvat tämänkaltaiseen hätäilyyn niin Suomessa kuin valtameren toisella puolella, harvemmin hätäily palkitaan riskin pienentymisenä tai vaurastumisena.

Suomalaisia kehittyvien maiden rahasto-osuuksia on hankittu 330 000 rahastotilille. Keskimäärin yhdellä rahastosijoittajalla on kahta kehittyvän maan rahastoa, jolloin voidaan päätellä, että Suomessa on noin 165 000 kehittyviin maihin sijoittanutta. Tämä on iso luku ja kertoo, että Kiinaan, Venäjälle, Intiaan ja Brasiliaan on sijoitettu paljon tavallisten suomalaisten palkansaajien rahoja.

On helppo ymmärtää, että poliittisesti epävakaaseen maahan sijoittaminen on riskialtista puuhaa. Kehittyvien maiden rahastojen osuudenomistajat ovat saaneet nauttia koko 2000-luvun riskinoton kääntöpuolesta: hyvästä tuotosta.

Kenelle sijoitus kehittyneisiin maihin sopii? Sellaiselle, joka on valmis ottamaan jonkin maan poliittisen riskin ja ymmärtää, millaisia riskejä uusissa pörssimaissa voi olla. Rahastoyhtiöiden suositussalkuissa kehittyvien maiden osuus vaihtelee 5–20 prosenttiin, mikä tarkoittaa, ettei kenenkään suomalaisen kannata uskoa kaikkia rahojaan esimerkiksi Brasilia-rahastoon.

8

Hedgerahastot vai absoluuttinen tuotto tavoitteena

Hedgerahastot lienevät sijoitusrahastomaailmassa eniten väärinymmärryksiä herättänyt käsite. Syykin on selvä. Hedge funds eli hedgerahastot tarkoittavat kahta eri asiaa. Toisaalta hedgerahasto on yleistermi maltillisesti toimivalle sijoitusrahastolle ja toisaalta hedgerahasto-sana esiintyy, kun puhutaan suuria riskejä ottavista vipurahastoista.

Sana *hedge* tarkoittaa pensasaitaa, suojaa tai suojautumista. Pääsääntöisesti hedgerahastot ovat matalampaan riskiin pyrkiviä rahastoja, mutta on sellaisiakin tapauksia, joissa rahasto on suojausta rakentaessaan ajautunut vararikon partaalle.

Hedgerahastojen historian sanotaan alkaneen vuonna 1949. Silloin amerikkalainen A.W. Jones Groupin rahasto ryhtyi suojautumaan eli hedgeamaan yleiseltä markkinatilanteelta. Rahasto osti "halpojen" yhtiöiden osakkeita ja myi lyhyeksi samalla alalla toimivien "kalliita" osakkeita. Lyhyeksimyynnillä tarkoitetaan tilannetta, jossa tavoitellaan hyötyä siitä, että ostettavan yhtiön osakekurssi laskee. A.W. Jones Groupin rahasto hyödynsi myös velkavipua ja johdannaisia.

Rahaston perustaja Alfred W. Jones ilmoitti käyttävänsä "spekulatiivisia työkaluja konservatiivisessa sijoituspolitiikassa". Hän risti perustamansa rahaston hedge fundiksi ikään kuin todistaakseen, että kyseessä on omaisuuden suojaaminen eikä sen riskeeraaminen.

Jones otti käyttöön myöhemmin syntyneillekin hedgerahastoille ominaisen piirteen eli tuottosidonnaisen palkkion. Jones peri normaalin hallinnointipalkkion lisäksi rahastonsa tuotoista 20 prosenttia itselleen palkkioina. Samankaltainen palkkiorakenne on nykyisin monen hedgerahaston toiminta-ajatus. Salkunhoitajat saattavat tienata erinomaisen hyvin, jos onnistuvat.

Yhdysvalloissa vuosi 1968 oli hedgerahastoille menestyksekäs, ja silloin niiden määrä kasvoi vuodessa 80:sta 210:een. 1970-luvun alussa tuli öljykriisin aika, ja pörsseissä oli vaikeaa. Tämä oli monelle hedgerahastolle ylitsepääsemättömän hankalaa, ja hedgerahastojen määrä putosi taas alle sadan. Seuraavalle vuosikymmenelle tultaessa hedgerahastot olivat keksineet uudet keinot. Maailmantalouden kehitys avasi uusia tilaisuuksia. Syntyi valuutoilla ja koroilla pelaavia makro-hedgerahastoja.

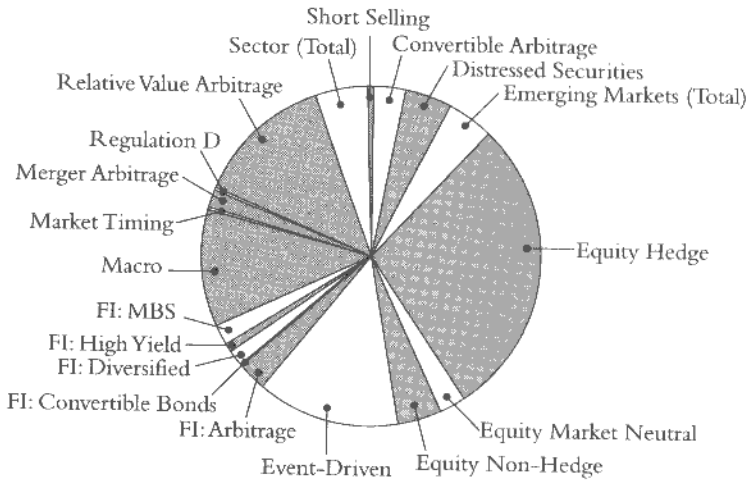
Hedgerahastojen määrä kuitenkin pysyi vuosikymmenen vaatimattomana. Vuonna 1990 hedgerahastoja oli noin 600, ja ne toimivat pääasiassa Amerikan mantereella. Vasta 1990-luvulla koitti hedgerahastojen läpimurron aika.

Wall Streetin tunnetuimpiin lukeutuvan sijoittajan Georg Soroksen Quantum-rahastot ovat ottaneet isoja riskipositioita niin valuutoissa, kiinteistöissä kuin luonnonvaroissakin. Soroksen positioille ovat antaneet vauhtia spekulaatiot kansantalouksien makroilmiöillä. Niiden avulla hän onnistui 1990-luvulla saamaan voittoja, mutta on hän tehnyt satumaisia tappioitakin.

Long Term Capital Managementissa huippupankkiirit ja ekonomistit, mukaan lukien taloustieteen Nobelin saanut Myron Scholes, uskoivat, että teknisellä analyysillä pystyy olemaan markkinoita viisaampi. Rahastoyhtiön alku olikin menestys, mutta ns. epätodennäköiset riskit toteutuivat ja LTCM ajautui konkurssin partaalle vuonna 1998. Syntyneet neljän miljardin dollarin tappiot tulivat muiden finanssilaitosten katettaviksi.

Chicagolaisen Hedge Fund Researchin (HFR) mukaan kesäkuussa 2007 maailmassa oli 9767 hedgerahastoa, joista yli puolet amerikkalaisia. Hedgerahastoista vain viisi prosenttia toimi kovia makroriskejä ottavina vipurahastoina, kun loput pääsääntöisesti pyrkivät tasaiseen tuottoon alhaisella riskillä. Useimmat amerikkalaiset hedgerahastot ovat sijoitusyhtiöitä, joita saa markkinoida vain suursijoittajille. Amerikkilaisia finanssimarkkinoita valvova SEC on edellyttänyt, että hedgerahastoihin sijoittavan yksityishenkilön varallisuuden tulee olla vähintään 2,5 miljoonaa dollaria. Tämä sen takia, ettei piensijoittajille markkinoitaisi liian monimutkaisia tuotteita.

Hedgerahastoja luokitellaan usealla tavalla, mutta pääluokkina ovat osake-, arbitraasi-, makro- ja korkorahastot. HFR:n mukaan hedgerahastoista suurin osa (28,7 %) on equity hedge- eli osakkeisiin sijoittavia hedgerahastoja. Toisiksi suurin luokka on event driven- eli tilaisuuksia etsivät ja kolmanneksi suurin relative value arbitrage- eli suhteellisia arvoeroja hakevat hedgerahastot. Kuten kuviosta näkyy, määriteltyjä hedgerahastoluokkia on useita. Mainittujen lisäksi ovat vielä rahastojen rahastot, jotka kokoavat salkkunsa useista erilaisista hedgerahastoista.



Kuvio 40. Hedgerahastot (lähde: Hedge Fund Research 2007).

Pohjoismaissa ensimmäisenä menestyksellisesti hedgerahastolla itselleen ja sijoittajilleen rahaa on tehnyt Patrik Brummer. Hän perusti vuonna 1996

oman varainhoitotalon Brummer&Partnersin. Talon tähtituotteena aloitti hedgerahaston kaltainen Zenit-rahasto. Se onkin naapurimaamme rahastomaailman ehkä tuottoisin rahasto – ainakin Brummerille itselleen. Zenit on onnistunut taiteilemaan markkinoilla käyttäen paljon johdannaisia ja vipuja, mutta aina absoluuttiseen tuottoon tähdäten.

Osakemarkkinoiden laskusuunnasta huolimatta Zenit on päässyt joka vuosi plusmerkkiseen tuottoon, mikä on erinomainen saavutus, ja se on näkynyt rahastoon virranneen rahan määrässä. Menestyksen myötä Brummer&Partners on lanseerannut lisää sijoitustyyliltään erilaisia hedge-rahastoja. Ruotsissa on kymmeniä hedgerahastoja. Kaikki pohjoismaiset pankit – esimerkiksi Danske Bank, Handelsbanken ja Nordea ovat ottaneet rahastoperheeseensä hedgerahastoja, mutta vasta viime vuosina.

Suomen sijoitusrahastolaki on luonut yhden aivan oman rahastoluokan: erikoissijoitusrahastot. Nämä eivät noudata samoja riskin hajauttamista koskevia periaatteita kuin muut rahastot, vaan niillä on vapauksia panna yhteen osakkeeseen esimerkiksi 20 prosenttia rahaston varoista tai oikeus käyttää sijoitustoiminnassaan johdannaissopimuksia. Valvova viranomainen on tahtonut ikään kuin korostaa, että kyse ei ole tavallisesta rahastosta vaan erikoissijoitusrahastosta ja tämän on hyvä näkyä nimessäkin.

Suomessa markkinoitavat hedgerahastot ovat lain määrittelemiä erikoissijoitusrahastoja. Lain laatijan silmissä rahastot ovat tavallista riskialttiimpia, vaikka rahastoyhtiöt mainostavat niitä absoluuttisen tuoton rahastoiksi tai pieniriskisemmiksi rahastoiksi. Kuvaavana esimerkkinä suomalaisesta ajattelusta on FIM Rahastoyhtiön hedge fund -rahasto, joka on aloittanut vuonna 2003 ja ristitty FIM Maltiksi. Maltti on oiva sana kuvaamaan, mitä hedgerahastosijoittamisesta ajatellaan.

Vuosituhannen ensimmäisten vuosien pörssiromahdusten jälkeen usea sijoittaja tuli siihen johtopäätökseen, että haluaa mieluummin pientä plusmerkkistä tuottoa kuin riskillä mahdollisuuden suurempiin tuottoihin. Syntyi tarve ns. absoluuttisia tuottoja lupaaville rahastoille, joita rahastoyhtiöt innokkaasti ryhtyivät tehtailemaan hedgerahasto-nimisinä.

Suomalaisia hedge fund -luokkaan kuuluvia rahastoja:	
3C Alpha	ICECAPITAL Alternative Beta
3C Edge	Mandatum Omega
Abacus	Mandatum Safeguard
Avenir	Mandatum Neutral
Celeres Pension	Nordea European Equity Hedge
Eliksir Kasvu	OKO-Alpha
eQ Active	OKO-Equity Hedge
Eufex hedge	OKO-Macro
FIM Maltti	OP-Absoluuttinen Salkku
FIM MultiHedge	ÅAB Multi Manager Absolute

Suomalaisia vipu-luokkaan kuuluvia rahastoja ovat:	
ICECAPITAL Commodity	Mandatum Vipu
Mandatum Kontra	Nordea CDO Equity
Mandatum Kulta	SEB Gyllenberg Momentum
Mandatum Raaka-aine	OP-Raaka-aine

Kuvio 41. Suomalaiset hedge- ja vipurahastot (lähde: Rahastoraportti 31.7.2007).

Tämän lisäksi suomalaiset ovat perustaneet hedgerahastoja, joita ei ole rekisteröity Suomeenja joita ei näy rahastoraportissa. Esimerkkeinä mainittakoon RAM Partnersin Diversified Fund I, joka sijoittaa varansa maailmanlaajuisesti useisiin eri strategioihin sekä The Ilmatar Fund, joka on Itä-Eurooppaan ja useisiin strategioihin sijoittava hedgerahasto. Molemmat rahastot on rekisteröity Irlantiin, koska siellä lainsäädäntö tarjoaa edullisen toimintavapauden hedgerahastoille. Tosin Irlannin lainsäätäjä edellyttää, että rahastoja ei tarjota aivan piensijoittajille ja että minimimerkintä on 100 000 dollaria.

Erikoissijoitusrahastoiksi katsotaan sekä hedge- että vipurahastot, koska molemmilla on oikeus käyttää johdannaisia. Hedgerahastot pyrkivät hakemaan turvaavaa tuottoa johdannaisilla, mutta vipurahastojen tavoitteena on antaa lisävauhtia otetulle näkemykselle. Oikeita vipurahastojakin löytyy Suomesta rekisteröitynä. Mandatum Vipu ja Gyllenberg Momentum käyttävät johdannaisia hyväkseen, jotta mahdollinen kurssinousu saataisiin hyödynnettyä 120-prosenttisesti.

Elokuu 2007 oli monelle matemaattisia malleja pyörittävälle rahastolle vaikea. Amerikkalainen asuntolaina- eli subprimekriisi muutti rajusti markkinatilannetta. Kahdelle suomalaiselle vipurahastolle elokuu oli synkkä. Yhden kuukauden aikana Altos menetti arvostaan 20,70 prosenttia ja Estlander & Rönnlund Global XL -rahasto 18,98 prosenttia. Nämä rahastot ottavat selkeästi vipua rahastonsa toimintaan.

Tutkimuslaitos HFR mittasi, että elokuussa 2007 hedgerahastojen keskimääräinen tuotto oli 1,3 prosenttia miinuksella. Pahemmin eli 2,1 prosentin verran hedgerahastot menivät miinukselle toukokuussa 2006. Silloin kehittyvien maiden pörssit romahtivat ja länsimaat notkahtivat. Sijoitusmaailmaan osuu aika ajoin yllättäviä kausia, jolloin hedgerahastotkaan eivät pääse absoluutttiseen tuottoon.

Erikoisten rahastojen luokitteluryhmään kuuluvat oikeastaan myös raaka-aineisiin sijoittavat rahastot, joita rahastoyhtiöillä on tarjolla. Esimerkkeinä mainittakoon Icecapital Commodity, Mandatum Kulta ja Mandatum Raaka-aine.

Ammattilaiset perustelevat hedgerahastoon sijoittamista yleensä hajauttamisen hyödyllä. Kysymykseen, millainen olisi täydellisesti hajautettu sijoitussalkku, tuskin löytyy oikeaa vastausta. Finanssioppineet voivat kiistellä aiheesta tuntikausia. Näin on varmasti käynyt, kun Harvardin yliopiston säätiön 30 miljardin dollarin salkunhoitajat ovat hakeneet sopivaa allokaatiota.

Harvardin säätiöllä on takanaan erittäin onnistunut vuosikymmen. Tuotto on ollut tasaista, ja keskimääräinen vuosituotto on ylittänyt 15 prosenttia. Harvardin säätiön salkun rakenteessa yllättää, että panos hedgerahastoihin tai, kuten Harvardissa luokkaa kutsutaan, absoluuttisen tuoton ryhmään on 17 prosenttia koko salkusta. Muuten salkku on jakautunut osakkeiden, korkojen ja kiinteän omaisuuden lohkoihin.

Absoluuttisen tuoton rahastoihin on muissa samankaltaisissa sijoitussalkuissa panostettu vähän. Tämä sijoituslohko on verrattain uusi, ja sen riskien ymmärtäminen on vaikeampaa. Kuitenkin esimerkiksi Yalen yliopiston säätiön absoluuttisen tuoton ryhmä on vielä Harvardin säätiötäkin suurempi. Yalen säätiön varoista 25 prosenttia on absoluuttisen tuoton kategoriassa.

Yliopistojen omaisuudenhoitajat eivät panostaneet tämänkaltaisiin tuotteisiin vain erinomaisen tuoton takia vaan saadakseen parhaan mahdollisen hajautushyödyn. Menivätpä osakkeet, kiinteistöt tai korot ylös tai alas, siitä huolimatta absoluuttisen tuoton kategoria antaa tasaista tuottoa. Näin ainakin teoriassa, ja tähän teoriaan uskovia löytyy Harvardin ja Yalen oppineiden joukosta.

Kenelle hedgerahasto sopii? Tämän rahastoluokan kirjo on niin laaja, että sille ei voi nimetä yhtä kohderyhmää. Useiden hedgerahastojen minimisijoitus on 100 000 euroa, mikä tekee niistä ammattilaisten tuotteita. On olemassa myös ns. jokamiehen hedgerahastoja, joissa minimi on muutamia tuhansia euroja. Tavalliseen rahastoon sijoittamiseen ei tarvita paljon tietoa tai kokemusta, mutta monimutkaisiin rahastoihin mukaan lähteminen edellyttää ainakin perusasioiden tuntemista. Rahastomaailman tuntemus on palkitsevaa niin itselleen kuin omalle sijoitussalkullekin.

Kirjallisuutta

Yleisiä sijoituskirjoja

Anderson, S. & Ahmed. P. (2005). Mutual funds – fifty years of research findings. Springer.

Baer G. & Gensler G. (2002). The great mutual fund trap. Broadway Books.

Benz, C, Teresa, P & Kinnel, R. (2003). Morningstar guide to mutual funds 5-star strategies for success. John Wiley & Sons.

Bogle, John C. (1999). Common sense on mutual funds. John Wiley & Sons.

Dimson, E. & Marsh, P. & Staunton, M. (2006). Global investment returns yearbook 2006. ABN Amro.

Gardner, D. & T. (1997). The Motley fool investment guide. How the fool beats Wall Street's wise men and how you can too. Simon & Schuster.

Gardner, D. & T. (1998). The Motley fool investment workbook. Simon & Schuster.

Gardner, D. & T. (1998). You have more thank you think. The Motley fool investment guide to investing what you have. Simon & Schuster.

Graham, B. (1997). The intelligent investor (A book of practical councel, revised version). Harpercollins.

Harrison, D. (1998). The first-time investor. The complete guide to buying, owning and selling shares. Financial Times Publishing.

Harju, I. & Syyrilä, J. (2001). Sijoitusrahastolainsäädäntö. WSOY.

Hultkrantz, J. & Masalin, B. (2004). Elämäsi rahat. Joka kodin talousopas. Kustannusosakeyhtiö Nemo.

Hämäläinen, K. (2003). Osakesijoittajan Opas. Tammi.

Leppiniemi, J. (2002). Pörssikurssi. WSOY.

Lindström, K. (2005). Menesty sijoittajana. Talentum Yrityskirjat.

Lindström, K. (2007). Vaurastu arvo-osakkeilla. Talentum Media.

Lowenstein, R. (1998). Buffett. The making of an American capitalist. Orion.

Knüpfer, S. & Puttonen, V. (2007). Moderni Rahoitus. WSOYpro.

Marttila, J. (1999). Online-sijoittajan käsikirja. Internetin avulla osakemiljonääriksi. Arvopaperi.

Nikkinen, J., Rothovius, T. & Sahlström, P. (2002). Arvopaperisijoittaminen. WSOY.

Puttonen, V. (2001). Sijoituskirja. WSOY.

Puttonen, V. & Kivisaari, T. (1997). Sijoittaminen ja sijoitusrahastot Suomessa. KY-Palvelu Oy.

Puttonen, V. & Kivisaari, T. (1998). Vaurastuminen – varteenotettava vaihtoehto. WSOY.

Rotchild, J. (1997). A fool and his money. The odyssey of an average investor. Wiley.

Rotchild, J. & Lynch, P. (2000). One up on Wall Street. Simon & Schuster.

Saario, S. (2007). Saarion sijoituskirja - miten sijoitan pörssiosakkeisiin. WSOYpro.

Sijoitusrahasto-opas 2004. Pörssisäätiö ja Suomen Sijoitusrahastoyhdistys, 44 sivua. Helsinki.

Tyson, E. (2001) Mutual funds for dummies.

Sijoitusrahastotutkimuksia

Agache, K. & Huys, K. (2006). Do fund of funds make sense? Journal of Asset Management 6:5.

Barber, B.M. & Odean, T. & Zheng, L. (2005). Out of sight, out of mind: The effects of expenses on mutual fund flows. The Journal of Business 78:6.

Bogle, J.C. (2005). The mutual fund industry 60 years later: for better or worse? Financial Analysts Journal 61:1.

Brusila, A. (2006). Mutual fund mergers in Finland. Pro gradu -tutkielma. Helsingin kauppakorkeakoulu.

Carhart, M.M. (1997). On persistence in mutual fund performance. Journal of Finance 52.

Covig, V. & Lau, S.T. & Ng, L. (2006). Do domestic and foreign fund managers have similar preferences for stock characteristics? A cross-country analysis. Journal of International Business Studies 37:3.

Elton, E.J. & Gruber, M.J. & Blake, C.R. (1996). The persistence of risk-adjusted mutual fund performance. Journal of Business 69:2.

Fortin, R. & Michelson, S (2005). Active international mutual fund management; can managers beat the index? Managerial Finance 31:1.

Heikkilä, T. (1993). Suomalaisten sijoitusrahastojen edullisuusjärjestys vuosina 1990–1991. Liiketaloudellinen Aikakauskirja 42:2.

Hellsten, P. (2005). The demographic profile of Finnish socially responsible mutual fund investors. Pro gradu -tutkielma, Helsingin kauppakorkeakoulu.

Henriksson, R.D. (1984). Market timing and mutual fund performance: An empirical investigation. Journal of Business 57:1.

Jensen, M.C. (1968). Problems in selection of security valuation: The performance of mutual funds in the period 1945–1964. Journal of Finance 23:2.

Kasanen, E. & Kinnunen, J. (1990). Suomalaisten rahastojen kaksi ensimmäistä vuotta. Liiketaloudellinen Aikakauskirja 3.

Kasanen, E. & Lipponen, V. & Puttonen, V. (2001). What determines mutual fund growth; Evidence from Finland. Liiketaloudellinen Aikakauskirja 50:2.

Kjetsaa, R. (2004). Actively managed equity mutual fund performance relative to benchmarks. American Business Review 22:1.

Knuutila, M. & Puttonen, V. & Smythe, T. (2007). The effect of distribution channels on mutual fund flows. Journal of Financial Services Marketing 12:1.

Kon, S.J. (1983). The market timing performance of mutual fund managers. Journal of Business 56:3.

Korkeamäki, T. & Puttonen. V. & Smythe, T. (2007). Advertising and mutual fund flows. International Journal of Bank Marketing 25:7.

Korpela, M. & Puttonen, V. (2006). Mutual fund expenses: Evidence on the effect of distribution channels. Journal of Financial Services Marketing 11:1.

Liljeblom, E. & Löflund, A. (1995). The performance of Finnish mutual funds: Benchmark sensitivity, market timing ability and stability of performance. SOM Report No 3.

Mustonen, L. (2006). Finnish retail emerging market mutual fund investors: Characteristics, investment behaviour and expectations. Pro gradu -tutkielma. Helsingin kauppakorkeakoulu.

Otten, R. & Bams, D. (2007). The performance of local versus foreign fund managers. European Financial Management 13:4.

Pohjola, A. (2006). Performance persistence and flow determinants of fixed income mutual funds. Pro gradu -tutkielma. Helsingin kauppakorkeakoulu.

Russell, P.S. (2006). Do the stars foretell the future? The performance of Morningstar ratings. Journal of American Academy of Business 10:1.

Sandvall, T. (2001). Essays on mutual fund performance evaluation. Väitöskirja. Swedish School of Economics and Business Administration, Helsinki.

Sharpe, W.F. (1966). Mutual fund performance. Journal of Business, 39:2.

Tapio, E. (2002). The sixe effect on mutual fund tracking error. Pro gradu -tutkielma. Helsingin kauppakorkeakoulu.

Tessitore, A. & Usmen, N. (2005). Decomposing performance of fund-of-funds. Journal of American Academy of Business 6:1.

Rahastosanasto

Absoluuttinen tuotto eli ehdoton tuotto tarkoittaa plusmerkkistä tuottoa markkinatilanteesta riippumatta. Tätä ei saavuteta ilman aktiivista sijoituspolitiikkaa, jolla pyritään suojautumaan markkinariskiltä. Sijoituksia hajautetaan erilaisiin kohteisiin ja sijoitetaan myös johdannaisiin. Absoluuttinen tuotto on erityisesti hedge fundien iskulause.

Alfa (Jensenin alfa) on riskikorjattu tuottomittari. Jos sijoituskohteen alfa on positiivinen, sijoitus on keskimäärin tuottanut enemmän kuin vastaavan riskitason muut sijoituskohteet. Alfaa ei erikseen ole esitelty tässä kirjassa, koska sitä eivät rahastoyhtiöt yleensä raportoi eikä sitä ole Rahastoraportissa.

Allokaatio on sijoitusten jako eri sijoitusluokkien välillä.

Arvo-osakkeet ovat sellaisten yritysten osakkeita, joiden markkina-arvo on alhainen suhteessa yritysten taseista laskettuun oman pääoman arvoon eli substanssiin. Arvoperusteinen (value) sijoittaminen on eräs käytetyimmistä sijoitusstrategioista amerikkalaisten institutionaalisten sijoittajien keskuudessa.

Arvo-osuus on fyysisen arvopaperin vastine. Suomessa osakkeet eivät enää ole fyysisiä osakekirjoja, vaan bittejä arvo-osuusjärjestelmässä. Arvo-osuudet ovat korvanneet painetut arvopaperit, kuten osakekirjat

ja joukkovelkakirjat. Sijoitusrahasto-osuudet eivät ole arvo-osuusjärjestelmässä, vaan kukin rahasto pitää tiliotetta asiakkaistaan aivan kuten pankeilla on pankkitilit asiakkailleen.

Arvopaperinvälittäjä on pankki tai sijoituspalveluyritys (pankkiiriliike), joka välittää arvopaperikauppoja sekä tarjoaa omaisuudenhoito- ja muita sijoituspalveluja.

Beta on riskimittari, joka mittaa arvopaperin markkinariskiä, ts. yksittäisen arvopaperin herkkyyttä markkinoiden muutoksille. Tyypillisesti betaa käytetään osakkeiden markkinariskin mittarina. Matemaattisesti ilmaistuna beta kuvaa sijoituskohteen ja markkinoita edustavan indeksin kovarianssia jaettuna markkinaindeksin varianssilla. Betaa ei erikseen ole esitelty tässä kirjassa, koska sitä eivät rahastoyhtiöt yleensä raportoi eikä sitä ole Rahastoraportissa.

Delta on sijoitusinstrumentin arvon herkkyys toisen, läheistä sukua olevan instrumentin arvon muutokselle. Käytetään yleensä kuvaamaan optioiden arvon muutosta hyödykkeen arvon muuttuessa 1 %.

Duraatio ilmaisee korkosijoituksen korkoriskin yhtenä lukuna eli sen markkina-arvon herkkyyden korkotason muutokselle – mitä suurempi duraatio, sitä suurempi on rahaston korkoriski. Jos korkosalkussa on useita eripituisia lainapapereita, kertoo duraatio salkun keskiarvon.

Eläkevakuutus on vakuutus, joka otetaan toimeentulon turvaamiseksi tietyn määräiän täyttämisen jälkeen tai työkyvyttömäksi tulemisen tai huoltajan kuoleman varalta.

Enhanced index -sijoitusrahasto sijoittaa pääosin vertailuindeksin mukaisesti, mutta lisätuoton hankkimiseksi sallittava poikkeama, tracking error, on suurempi kuin perinteisen indeksirahaston.

Erikoissijoitusrahasto on lain määrittelemä rahasto, jolle sijoitusrahastolaki sallii hiukan vapaamman sijoituspolitiikan. Erikoissijoitusrahasto voi käyttää johdannaisia, sijoittaa yhteen kohteeseen jopa 20 prosenttia ja maksaa salkunhoitajalle tuottosidonnaista hoitopalkkiota.

ETF, Exchange Traded Fund on sijoitusrahaston osuus, jolla käydään kauppaa pörssissä.

Hallinnointipalkkio on varallisuuden hoidosta syntyvä kustannus, jonka rahastoyhtiö perii. Ilmaistaan prosentteina vuodessa. Sijoitusrahaston hallinnointipalkkio vähennetään rahasto-osuuden arvosta päivittäin ennen sen julkaisemista.

Hedge fund on englanninkielinen ilmaisu, joka tarkoittaa markkinariskeiltä suojautuvaa absoluuttiseen tuottoon pyrkivää rahastoa. Hedge fund voi sijoittaa listattujen ja listaamattomien yhtiöiden osakkeisiin, erilaisiin korkokohteisiin ja johdannaisiin. Hedge fund -sijoitusrahastot ovat ehkä riskisempiä rahastoja, mutta pyrkivät silti vakaampaan tuottoon. Suomessa hedge fund luokitellaan omaan rahastoluokkaan. Maailmalla on kirjava joukko hedge fundeja.

High yield -sijoitusrahasto on rahasto, joka sijoittaa yritysten liikkeeseen laskemiin joukkolainoihin, jotka tarjoavat valtioita korkeampaa tuottoa eli high yieldiä. Näiden rahastojen riskitasokin on korkeampi, koska salkussa on joukkolainoja myös sellaisilta yhtiöiltä, joilla on huono luottoluokitus.

Indeksilaina on obligaatio, jonka tuotto on sidottu yhteen tai useampaan osakeindeksiin. Pääoma maksetaan yleensä nimellisarvoisena takaisin riippumatta osakemarkkinoiden kehityksestä. Korko on pienempi kuin vastaavassa korkosijoituksessa. Yleensä indeksilainalle ei nykyään makseta korkoa lainkaan.

Indeksirahasto pyrkii samaan tuottoon kuin sääntöjensä määrittelemä indeksi. Useilla rahastoyhtiöillä on indeksirahastoja, jotka ovat esimerkiksi S&P 500 -indeksin tuottoihin tähtääviä rahastoja.

Johdannainen on instrumentti, jonka arvo perustuu jonkin toisen, kohde-etuutena olevan arvopaperin, indeksin, valuutan, hyödykkeen tai oikeuden arvoon. Mm. optiot ja termiinit ovat johdannaissopimuksia.

Joukkolainalla yritykset, valtiot ja kunnat voivat ottaa lainaa markkinoilta laskemalla liikkeeseen joukkovelkakirjalainoja, lyhyemmin joukkolainoja. Joukkolaina jaetaan nimellisarvoltaan erisuuruisiksi joukkovelkakirjoiksi.

Juoksuaika eli maturiteetti on se aika, jolloin korkopaperit tai joukkolainat maksetaan takaisin.

Kasvuosuus on sijoitusrahasto-osuus, jolle ei jaeta vuosittaista tuotto-osuutta, vaan mahdolliset tuotot kartuttavat osuuden arvoa. Vrt. tuotto-osuus.

Korkorahasto on yleiskäsite rahastoista, jotka sijoittavat korkoa tuottaviin kohteisiin. Vähäriskisempiä ovat lyhyen koron rahastot, ja toista ääripäätä edustavat high yield -rahastot.

Korrelaatio mittaa kahden numerosarjan yhteisvaihtelua. Sijoitusterminä se kuvaa yleensä kahden sijoituskohteen arvon yhteisvaihtelua. Korrelaatio on aina vähintään -1 ja korkeintaan +1.

Likviditeetillä tarkoitetaan osakkeiden tai muiden arvopapereiden rahaksi muutettavuutta. Se kuvaa arvopaperimarkkinoiden kykyä välittää kauppoja nopeasti ja tehokkaasti. Jos likviditeetti on pieni, arvopapereiden osto ja myynti voi olla vaikeaa. Hyvä likviditeetti takaa isojenkin kauppojen nopean toteuttamisen ilman suurta vaikutusta hintatasoon.

Lunastushinta on se hinta, joka maksetaan sijoitusrahasto-osuudesta sen omistajalle hänen luopuessaan siitä.

Lunastuspalkkio peritään rahasto-osuudesta, kun omistaja luopuu siitä.

Luovutusvoitto eli myyntivoitto on myyntihinnan ja hankintamenojen erotus.

Lyhyen koron sijoitus on korkosijoitus, jonka maturiteetti eli sijoitus rahamarkkinoille on alle 12 kuukautta.

Master feeder -rahasto on rahastojen rahasto (fund of funds), joka sijoittaa vain yhteen sijoitusrahastoon. Helpottaa rahaston markkinointia yli maarajojen.

Maturiteetti on jäljellä oleva aika korkoinstrumentin erääntymiseen.

Merkintäpalkkio peritään merkinnän eli rahastosijoituksen yhteydessä. Palkkion perii rahastoyhtiö.

Optio on sopimus, johon liittyy oikeus, mutta ei velvollisuutta, ostaa tai myydä option kohde-etuus, esimerkiksi osake, tulevaisuudessa tiettynä aikana sovittuun hintaan.

Osakerahasto on rahasto, joka sijoittaa rahansa osakkeisiin. Vrt. korko- tai yhdistelmärahasto.

Osinko on yhtiön vuosittain osakkailleen jakama voitto-osuus. Sijoitusrahastot saavat salkkunsa osakkeista osinkoja, joita ei jaeta edelleen vaan jotka jäävät kartuttumaan rahaston arvoa.

Pitkän koron sijoitus on sijoitus, jonka juoksuaika on yli 12 kuukautta.

Portfolio tarkoittaa suomeksi sijoitussalkkua, jossa on yleensä useammanlaisia sijoituskohteita tai osakkeita.

Pääomatulot ovat Suomessa eri tavalla verotettuja kuin palkkatulot. Pääomatuloja ovat korkotulot, osingot, vuokrat ja sijoitusrahastojen tuotto-osuudet sekä luovutusvoitot.

Rahasto-osuus on osuus sijoitusrahastosta. Rahaston pääoma jakautuu keskenään yhtä suuriksi osuuksiksi.

Rahastojen rahasto tai rahasto-osuusrahasto on sijoitusrahasto, joka sijoittaa toisiin sijoitusrahastoihin.

Rahastoyhtiö on se yhtiö, jolla on lupa hoitaa sijoitusrahastoa.

Sateenvarjorahasto voi hallinnoida erityyppisiä sijoitusrahastoja. Sateenvarjorahastot ovat yleensä veroteknisistä syistä luotuja kattorahastoja, joiden sisällä voi liikkua ilman veroseuraamuksia. Sateenvarjorahastoissa voi myös markkinatilanteen muuttuessa vaihtaa rahastoa ilman merkintä- tai lunastusmaksua tai ainakin halvemmalla kuin uusi sijoittaja.

Sharpen luku kertoo, kuinka paljon enemmän tuottoa rahasto-osuus (arvopaperi) on tuottanut verrattuna riskittömään talletukseen yhtä volatiliteettiyksikköä kohti. Mitä suurempi Sharpen luku, sitä paremmin rahasto on tuottanut suhteessa riskiinsä.

SICAV eli Société d'Investissement à Capital Variable on vaihtuvapääomainen sijoitusrahasto, joita on Luxemburgissa ja Yhdysvalloissakin. SICAVissa sijoitusrahaston varat omistaa osakeyhtiö, toisin kuin suomalaisen sijoitusrahaston. Rahastosijoittajat taas omistavat SICAVin osakkeet. Osakepääoma muuttuu, kun sijoittajat merkitsevät tai lunastavat yhtiön osakkeita.

Sijoituspalveluyritys on pankki tai pankkiiriliike, joka välittää arvopaperikauppoja sekä tarjoaa omaisuudenhoito- ja muita sijoituspalveluja.

Sijoitusrahasto on pääasiassa arvopapereista koostuva varojen ja velkojen kokonaisuus, jonka omistavat siihen sijoittaneet osuudenomistajat osuuksiensa suhteessa. Sijoitusrahastodirektiivin mukainen rahasto, jolle laki asettaa säännöt siitä, miten sijoitustoiminnasta aiheutuvat riskit on hajautettava. UCITS-rahasto.

Sijoitustodistus on pankin liikkeeseen laskema jälkimarkkinakelpoinen velkakirja.

Säilytysyhteisö on rahastoyhtiön kanssa tehdyn sopimuksen perusteella sijoitusrahaston omaisuutta säilyttävä pankki, arvopaperinvälittäjä tai säilytysyhteisötoimintaan toimiluvan saanut osakeyhtiö.

TER-luku on lyhennys sanoista Total Expence Ratio eli koko kuluaste. TER-luvulla mitataan rahastoyhtiön perimien palkkioiden osuutta. Kuluihin luetaan Suomessa hallinnointi- ja säilytyspalkkiot sekä tilinhoi-

to- ja pankkikulut. Maailmalla voidaan rahaston pääomasta veloittaa esimerkiksi mainos- tai muita kuluja.

Termiini on sopimus tulevaisuudessa tehtävästä kaupasta. Siihen liittyy velvollisuus ostaa tai myydä kohde-etuus, esimerkiksi osake, tulevaisuudessa tiettynä aikana sovittuun hintaan.

Tracking error on tunnusluku, jolla mitataan sijoitusrahaston salkun tuoton poikkeamaa vertailuindeksistä. Pieni luku kertoo, että tuotto seurailee vertailuindeksin tuottoa.

Tuotto-osuus on sijoitusrahaston voitoistaan osuudenomistajille jakama tuotto. Jotkut sijoitusrahasto-osuuksien omistajat tahtovat säännöllistä ja ennalta tiedettyä tuottoa, jonka takia rahastoyhtiöt loivat tuotto-osuudet. Vrt. kasvuosuus.

Unit link on vakuutussäästömuoto, jossa vakuutuksenottajan varat sijoitetaan sijoitusrahastoihin (myös: sijoitussidonnainen vakuutus).

Verotusarvo on varallisuusverotusta varten omaisuuskohteelle verovuonna määrätty arvo.

Vertailuindeksi on se indeksi, johon sijoitusrahaston tuottoa kerrotaan säännöissä verrattavan.

Vipurahasto on sijoitusrahasto, joka käyttää sijoitustoiminnassaan aktiivisesti johdannaisia tavoitellessaan keskimääräistä parempaa tuottoa.

Volatiliteetti tarkoittaa osakekurssin tai rahaston arvon heilahtelua, ja sitä pidetään riskisyyden mittarina.

Yhdistelmärahasto on sijoitusrahasto, joka sijoittaa sekä osakkeisiin että korkoa tuottaviin kohteisiin. Sijoitussuhde määräytyy markkinatilanteen mukaan rahaston sääntöjen antamissa puitteissa.

Yleisindeksi on koko osakemarkkinoiden kehitystä kuvaava indeksi.

Yrityskorkorahasto on puhtaasti yritysten liikkeeseen laskemiin joukkolainoihin sijoittava rahasto.

Hakemisto

A

Absoluuttinen tuotto *72*, *194*
Absoluuttisen tuoton rahasto
  ks. Hedge fund
Aktiivinen riski
  ks. Tracking error
Aktiivinen salkunhoito *69*, *130*
Alhainen korrelaatio *29*
Allokaatio *194*
Ammattilaisen hoitama sijoitus-salkku *25*
Anomaliat markkinoilla *116*
Arvo-osakkeet
  ks. Arvoyhtiö
Arvo-osuus *194*
Arvopaperinvälittäjä *195*
Arvoyhtiö *68*, *132*, *194*

B

Beta-kerroin *195*

D

Delta *195*
Duraatio *89*, *195*

E

Eläkesäästäminen *163*
Eläkevakuutus *195*
Enhanced index -sijoitusrahasto *104*, *195*
  tracking error *104*
Epäsystemaattinen riski *100*
Erikoissijoitusrahasto *34*, *71*, *184*, *195*
  hedge fund *72*, *184*
  indeksirahasto *71*
  korkorahasto *72*
  rahastojen rahasto *72*
  vipurahasto *72*, *185*
ETF (Exchange Traded Fund) *165*, *196*
Eufex
  tiedonsaanti *150*

H

Hajauttaminen *19*, *95*
  vaatimukset sijoitusrahastolle *62*, *79*
Hallinnointipalkkio *56*, *122*, *196*
Hedge fund *72*, *73*, *170*, *181*, *196*
High yield -sijoitusrahasto *72*, *196*, *197*
Hintariski *89*

I

Indeksilaina *170*, *196*
  palkkio *171*
Indeksiosuus
  ks. ETF (Exchange Traded Fund)
Indeksirahasto *71*, *117*, *196*
  tracking error *103*
Indeksisijoittaminen *117*
Institutionaalinen sijoittaja *47*
Internet
  rahasto-osuuksien merkintä *162*
  rahasto-osuuksien välittäminen *161*
  rahastosijoittamisessa *161*
  salkkupalvelu *162*

J

Jatkuva rahastosäästäminen *74*, *134*
Jensenin alfa *194*
Johdannainen *196*
Joukkolaina *197*
Juoksuaika
  ks. Maturiteetti

K

Kasvuosuus *197*
Kasvurahasto *32*
Kasvuyhtiö *68*, *132*, *141*
Kehittyvien markkinoiden rahastot *162*, *174*
  riski *176*
  tarjonta Suomessa *178*
Kehittyvät markkinat
  käsite *175*
Kertasijoitus *74*, *134*
Keskipitkän koron rahasto *33*, *66*
Kollektiivinen varainhoito *75*, *77*
Konsultoiva omaisuudenhoito-sopimus *25*
Korkorahasto *65*, *72*, *197*
  erikoissijoitusrahasto *72*
  high yield -rahasto *197*
  keskipitkän koron rahasto *33*, *66*
  lyhyen koron rahasto *33*, *65*, *197*
  Morningstar Style Box *148*
  pitkän koron rahasto *33*, *66*
  riskin mittaaminen *88*
  volatiliteetti *88*
  yrityskorkorahasto *66*
Korkoriski *88*
Korkovirtariski *89*
Korrelaatio *197*
  negatiivinen korrelaatio *95*
  nollakorrelaatio *95*
  positiivinen korrelaatio *95*
Kulut
  sijoitusvakuutus *164*
Kuukausisäästäminen
  ks. Jatkuva rahastosäästäminen

L

Likviditeetti *197*
Lunastus
  rahasto-osuus *74*
Lunastushinta *197*
Lunastuspalkkio *56*, *122*, *197*
Luovutusvoitto *197*
Lyhyeksimyynti *181*
Lyhyen koron rahasto *33*, *65*, *197*
  menestyminen suhteessa indeksiin *109*

M

Markkinariski
  ks. Systemaattinen riski
Markkinat
  ennustaminen *114*
  kehitys rahastoihin verrattuna *106*
Markkinointi
  mainonta *126*
  sijoitusrahastot *52*
Master feeder -rahasto
  ks. Rahastojen rahasto
Maturiteetti *197*, *198*
Media
  kertominen rahastoista *157*
Merkintäpalkkio *56*, *122*, *198*
Minimisijoitussumma
  jatkuva rahastosäästäminen *74*
  kertasijoitus *74*
Mittarit
  hyödyntäminen *150*
Morningstar
  korkorahastojen luokitus *148*
  Morningstar Style Box *141*
  rahastoluokat *140*
  saatavat tiedot *139*
  tähtiluokat *149*
Myyntivoitto *75*
  rahasto-osuuden myyntivoiton verotus *75*

N

Negatiivinen korrelaatio *95*
Nimellistuotto *83*
Nollakorrelaatio *95*

O

Omaisuudenhoito *75*
  konsultoiva *25*
  täysvaltakirjasopimus *25*
  yksilöllinen *25*
Open End -sertifikaatti *169*
Optio *198*
Osakerahasto *33*, *67*, *198*
  luokittelu sijoituskohteen perusteella *67*
  menestyminen suhteessa indeksiin *108*
Osinko *198*

P

Palkkiot
  ETF *167*
  hallinnointipalkkio *56*, *122*
  indeksilaina *171*
  kiinteä palkkio *135*
  lunastuspalkkio *56*, *122*
  merkintäpalkkio *56*, *122*
  tuottosidonnainen palkkio *135*
Passiivinen salkunhoito *69*, *130*
Pitkän koron rahasto *66*, *198*
Portfolio *198*
Positiivinen korrelaatio *95*
Prosentuaalinen tuotto *81*
Pääomatulot *198*

R

Raaka-aineisiin sijoittava rahasto *186*
Rahamarkkinarahasto
  ks. Lyhyen koron rahasto
Rahastoesite *63*
Rahastojen mittaaminen
  Eufex *150*
  mittareiden hyödyntäminen *150*
  Morningstar *139*
  rahastojen omat raportit *151*
  rahastoraportti *138*
Rahastojen rahasto *72*, *198*
Rahaston tuotto
  riskikorjaamaton *120*
  riskikorjattu *120*
Rahasto-osuudenomistaja *55*
Rahasto-osuus *198*
  arvo *74*
  lunastus *74*
  merkintä Internetissä *73*
Rahasto-osuusrahasto
  ks. Rahastojen rahasto
Rahastoraportti *61*
Rahastosijoittaminen
  aloittaminen *73*
  edut *35*
  eläkesäästäminen *163*
  erikoisemmat rahastot *160*
  erilaisten tuotteiden kehittäminen *158*
  historia Suomessa *158*
  Internetin käyttö *161*
  jatkuva rahastosäästäminen *74*
  kertasijoitus *74*
  kustannukset *36*
  mistä saa tietoa *136*
  ongelmat *36*
  rahaston valinta *79*, *110*, *113*, *119*
  vakuutussidonnainen *163*
  yleisimmät virheet *37*
Rahastovakuutus
  ks. Sijoitusvakuutus
Rahastoyhtiö *52*, *198*
Rahoitusteoria *115*
  anomalia *116*
  täydelliset markkinat *115*
Rahoitusvälineet *55*
Reaalituotto *83*
Riski *79*, *116*
  epäsystemaattinen riski *100*
  inhimillinen suhtautuminen *93*
  kehittyvien maiden rahastot *176*
  korkorahaston riskin mittaaminen *88*
  korkoriski *89*
  mittaaminen *84*
  pienentäminen hajauttamalla *95*
  riskinkarttaja *93*
  riskiä suosiva *93*
  systemaattinen riski *100*
  tracking error *101*
  volatiliteetti *84*
Riskikorjattu tuotto
  mittaaminen *104*
  Sharpen luku *104*
Riskinkantokyvyn arviointi *23*
Riskinkarttaja *23*

S

Salkkupalvelu *162*
Salkun kiertonopeus *152*
Salkunhoitaja *106, 111, 112*
  asiantuntemus *106*
  menestys suhteessa indeksiin *106*
  merkitys rahaston menestymiselle *106, 112*
  valinta *113*
Salkunhoito
  aktiivinen *69, 130*
  passiivinen *69, 130*
Sateenvarjorahasto *199*
Sharpen luku *98, 104, 107, 199*
SICAV *199*
Sijoituslaina *172*
Sijoitusmenestys *111*
  ennustaminen *114*
  itse koottu salkku *113*
  rahasto vs. markkinat *106*
  tarkkailuaika *111*
Sijoitusobligaatio *172*
Sijoituspalveluyritys *199*
Sijoituspolitiikka
  arvoyhtiö *132*
  Black box / Trust me *131*
  kasvuyhtiö *132*
  läpinäkyvä politiikka *131*
  maantieteellinen fokus *131*
  toimialafokus *131*
Sijoitusrahasto *29, 30*
  erikoisemmat rahastot *160*
  hallinnointipalkkio *110*
  kehityksen mittaaminen *78*
  kehitys *40*
  kulut *56*
  markkinointi *52*
  mediassa *157*
  määritelmä *30, 199*
  palkkio *58*
  rahastojen rahasto *59, 198*
  riskin mittaaminen *84*
  sijoitusmuodon historia *7*
  säännöt *55*
  toimintaperiaatteet *54*
  tuoton mittaaminen *81*
  tyypit *64*
  valinta *79*
  valvonta *36*
  verotus *75*
  verrattuna markkinoihin *106*
  vähimmäispääoma *61*
Sijoitusrahastolaki *54*
  asiamiehen käyttö *56*
  rahaston toimintaperiaatteet *54*
  rahastoyhtiön rahastojen määrä *62*
  salkunhoitaja *63*
  säilytysyhteisö *62*
  säännöt *55*
  tilinpäätös *62*
  vakavaraisuusvaatimus *61*
  varojen sijoittaminen *64*
  yksittäisen kohteen maksimipaino salkussa *65*
Sijoitusrahaston valintaperiaatteet *119, 127*
  mainonta *126*
  rahaston historiallinen tuotto *120*
  rahaston palkkiot *122*
  rahaston tarjoamat palvelut *125*
  salkunhoitoon liittyvät ulottuvuudet *130*
  sijoitustoiminnan aktiivisuus *122*
  sijoitustoiminnan puitteet *132*
Sijoitusrahastoyhdistys *53*
Sijoitussalkku
  ks. Portfolio
Sijoitussidonnainen vakuutus
  ks. Unit link
Sijoitustodistus *199*
Sijoitustoiminnan puitteet
  jatkuva rahastosäästäminen *134*
  kertasijoitus *134*
  kuukausisijoitus *134*
  palkkio *135*
  pankin omistama rahasto *132*
  pankkiriippumaton rahasto *132*
  Suomeen rekisteröity rahasto *133*
  suora sijoitus rahastoon *133*
  tuotevalikoima *134*
  ulkomaille rekisteröity rahasto *133*
  Unit link *133*
Strukturoitu tuote *172*
Systemaattinen riski *100*
Säilytysyhteisö *199*
Säännöt
  sijoitusrahasto *31, 55*

T

TER-luku *123, 199*
Termiini *200*
Tiedonsaanti
  morningstar *139*
  rahastojen omat raportit *151*
  rahastomittareista saatava hyöty *150*
  rahastoraportti *138*
Tilinpäätös
  rahastoyhtiö *62*
  sijoitusrahasto *62*
Tracking error *101, 200*
Tuoton mittaaminen *79*
Tuotto *116*
  nimellistuotto *83*
  reaalituotto *83*
Tuotto-odotus *24, 79*
Tuotto-osuus *200*
  verotus *75*
Tuottorahasto *32*
Tuottotavoite
  hedge fund *72*
  lyhyen koron rahasto *66*
  osakerahasto *69*
  vipurahasto *72*
  yhdistelmärahasto *70*
Täydelliset markkinat *115*
Täysvaltakirjasopimus *25*

U

Unit link *164, 200*
  kulut *164*
  sijoituskohteiden valinta *164*
  verotus *164*

V

Vakavaraisuusvaatimukset
  sijiotusrahastot *61*
Vakuutussäästäminen *163*
Valvonta
  sijoitusrahasto *36*
Varainhoitopalvelut
  kollektiivinen varainhoito *75*
  yksilöllinen omaisuudenhoito *75*
Varianssi *85*

Verotus
myyntivoitto *75*
rahasto-osuuden omistaja *75*
sijoitusrahasto *75*
sijoitusrahastoista saatu tuotto *32*
sijoitusvakuutus *164*
tuotto-osuuden verotus *75*
Verotusarvo *200*
Vertailuindeksi *200*
Vipurahasto *72*, *181*, *185*, *200*
Volatiliteetti *84*, *85*, *200*
Vähimmäispääoma
sijoitusrahasto *61*

Y

Yhdistelmärahasto *34*, *70*, *200*
tuottotavoite *70*
Yksilöllinen omaisuudenhoito *25*, *75*
Yleisindeksi *200*
Yrityskorkorahasto *66*, *201*
Yrityslaina *66*